CONSIGLIO SUPERIORE
DELLA MAGISTRATURA

INCONTRO DI STUDIO
Polizze *Unit Linked* e *Index linked*

Prof. Dott. Luciano Matteo QUATTROCCHIO

Roma, 18 settembre 2012

INDICE

1. Premessa. L'ambito dell'indagine.

2. Richiami di matematica finanziaria e attuariale.

2.1. Nozioni elementari: interesse e tasso di interesse.

2.2. Definizione di "operazione finanziaria".

2.3. Definizione di "operazione attuariale".

2.4. Le polizze vita tradizionali.

2.5. Il contratto di assicurazione.

2.6. Le assicurazioni sulla vita: concetti generali.

2.7. Le assicurazioni sulla vita con prestazioni flessibili.

2.8. Le polizze **linked.**

3. Analisi tecnica dei "prodotti". Profili di tecnica assicurativa.

3.1. Nozioni di base.

3.2. Le assicurazioni sulla vita: tipologie.

3.2.1. Le assicurazioni caso morte.

3.2.2. Le assicurazioni caso vita.

3.2.3. Le assicurazioni miste.

3.2.4. La componente demografica e la componente finanziaria.

3.3. La genesi delle polizze **unit linked e index linked.**

3.4. Le caratteristiche strutturali delle polizze **unit linked e index linked.**

3.4.1. Considerazioni generali.

3.4.2. Le polizze **unit linked.**

3.4.3. Le polizze **index linked.**

3.4.4. Le differenze rispetto alle polizze rivalutabili.

3.4.5. La riserva matematica.

4. L'evoluzione normativa.

4.1. Premessa: le finalità della regolamentazione.

4.2. La disciplina originaria.

4.3. La disciplina attuale.

4.3.1 Premessa: le fonti.

4.3.2. Il codice delle assicurazioni private e la normazione secondaria.

4.3.3. La disciplina integrativa nell'ambito della previdenza complementare.

4.4. Un ponte tra il passato e il futuro.

5. La posizione della dottrina.

5.1. Premessa.

5.2. La natura giuridica delle polizze **unit linked.**

5.3. La natura giuridica delle polizze **index linked.**

5.4. Conclusioni.

6. Il diritto vivente. Casi giurisprudenziali.

6.1. Premessa: uno sguardo oltreoceano.

6.2. Le questioni affrontate dalla giurisprudenza italiana.

7. L'istruttoria e la consulenza tecnica.

7.1. Premessa.

7.2. La disciplina applicabile.

7.3. Le ipotesi di responsabilità.

7.4. La quantificazione del danno.

7.5. La consulenza tecnica.

1. Premessa. L'ambito dell'indagine.

L'art. 1882 c.c. definisce il contratto di assicurazione nei seguenti termini: «*L'assicurazione è il contratto col quale l'assicuratore, verso pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro, ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana*». La prima parte della norma si riferisce all'assicurazione contro i danni, analiticamente disciplinata dai successivi artt. 1904 ss. c.c.; la seconda parte all'assicurazione sulla vita, regolamentata dagli artt. 1919 ss. c.c..

La presente relazione si limita all'esame dell'assicurazione sulla vita, ove – come è noto – l'obbligazione del contraente consiste nel versamento di un premio unico o periodico e quella dell'impresa di assicurazione nel pagamento di una somma di denaro – sotto forma di capitale o di rendita – al verificarsi di un evento attinente alla vita umana (ad esempio, morte o sopravvivenza).

Oggetto del contratto di assicurazione sulla vita è – dunque – la copertura di un rischio, inteso come pregiudizio economico derivante dal verificarsi di un evento incerto, attraverso la promessa del pagamento di una somma incerta nell'*an* e nel *quando*.

Tradizionalmente, la prestazione dell'impresa di assicurazione – come si avrà modo di illustrare – era, al contrario, certa nel *quantum*, giacché quantificata sulla base di un tasso di interesse (il c.d. tasso tecnico), predeterminato sin dalla stipulazione del contratto.

Tale ultima circostanza ha indotto a ritenere che il c.d. rischio finanziario dell'operazione assicurativa fosse integralmente assunto dall'impresa di assicurazione, poiché al contraente veniva garantito un certo capitale o una certa rendita al termine del rapporto contrattuale.

L'incertezza in ordine all'*an* era, invece, determinata dal c.d. rischio demografico (ossia il rischio attinente alla durata della vita umana, consistente nella morte o sopravvivenza del contraente), che faceva comunque capo all'impresa di assicurazione, la quale procedeva ad una sua stima attraverso l'applicazione di tecniche statistiche e probabilistiche.

In tale contesto, sin dagli albori, è stato posto in evidenza il carattere previdenziale dell'assicurazione sulla vita, in quanto volto a soddisfare l'esigenza – in capo al contraente (*rectius* beneficiario) – di garantirsi una somma di denaro al verificarsi di un evento futuro.

Come si avrà modo di vedere, le polizze *unit linked* e *index linked* possono essere inquadrate nella categoria dei contratti di assicurazione sulla vita, ove peraltro la componente aleatoria spesso non si limita al *quando* della prestazione dell'impresa assicuratrice, ma investe anche l'*an* ed il *quantum*; tale circostanza è legata al fatto che il rendimento non è fisso né predeterminato, ma legato (*linked*) all'andamento di entità di riferimento (v. *infra*), e viene quantificato solo a posteriori sulla base dei risultati dell'investimento dei premi.

Il fatto che, in taluni casi, il rischio finanziario – determinato dalla variabilità della prestazione dell'impresa di assicurazione – non sia assunto da quest'ultima ma rimanga in capo al contraente ha indotto la recente giurisprudenza – tra l'altro – a sollevare il dubbio in ordine all'effettiva natura del contratto, giungendo alla conclusione che – quantomeno in taluni casi – le polizze *linked* debbano essere qualificate alla stregua di prodotti finanziari, facendone poi discendere una serie di conseguenze in relazione alla disciplina applicabile.

Al fine di offrire gli strumenti tecnici necessari per una corretta comprensione delle polizze in oggetto, così da agevolarne la qualificazione giuridica, si è ritenuto di richiamare – in forma elementare – le nozioni di matematica attuariale e di tecnica assicurativa, utili allo scopo.

E' parso, altresì, utile prendere le mosse dalla genesi di tali prodotti, al fine di sottolineare come gli stessi perseguano una finalità aggiuntiva rispetto ai tradizionali contratti di assicurazione sulla vita, e cioè non solo previdenziale, ma anche – per certi versi – speculativa; circostanza quest'ultima che – come già si è detto – conduce ad incertezza (anche) in ordine al *quantum* della prestazione dell'impresa di assicurazione.

2. Richiami di matematica finanziaria e attuariale[1].

[1] I richiami di matematica attuariale sono stati tratti dai materiali gentilmente forniti dal Prof. Giulio DIALE, Docente del Corso di "*Matematica finanziaria e attuariale*" presso l'Università di Torino.
Per ulteriori approfondimenti, si rinvia ai seguenti, principali testi: PITACCO E., *Elementi di*

2.1. Nozioni elementari: interesse e tasso di interesse.

L'interesse è un valore assoluto e costituisce il "costo finanziario" del capitale. Esso è calcolato in funzione del capitale, del tasso di interesse e del periodo di maturazione.

Il tasso di interesse è una misura relativa e corrisponde – nella sua nozione elementare – all'incidenza dell'interesse – "costo finanziario" del capitale – sul capitale medesimo. Esso viene normalmente espresso in misura percentuale.

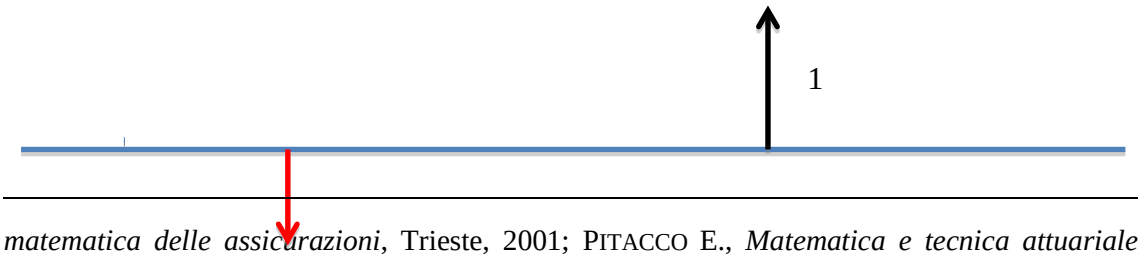
Si ponga, peraltro, attenzione alla circostanza che la locuzione "per cento" potrebbe indurre ad un errore applicativo. Infatti, l'espressione 10% (dieci per cento) deve essere interpretata – dal punto di vista matematico – nel senso di 10/100 (dieci diviso cento), e, cioè, della misura relativa di un interesse pari a 10 rapportato ad un capitale pari a 100; con l'ovvia conseguenza che 10% equivale a 10/100 = 0,10.

2.2. Definizione di "operazione finanziaria".

Un'operazione finanziaria consiste nello scambio di somme scadenti in epoche diverse, *certe* nella loro manifestazione e fisse o variabili (in funzione di parametri di natura finanziaria) nel loro importo.

Nelle operazioni finanziarie deve essere verificato il rispetto della condizione di "equivalenza finanziaria"; cioè, di indifferenza (finanziaria) fra le somme – come si è detto *certe* nella loro manifestazione – scadenti in epoca diversa. L'indifferenza è valutata sulla base di un procedimento finanziario indicato con l'espressione "capitalizzazione" – attraverso il quale si trasferisce una somma in avanti nel tempo – ovvero "attualizzazione" – mediante il quale si trasferisce una somma in indietro nel tempo –; a tale fine si utilizza un tasso di interesse detto, a seconda della "direzione", "tasso di capitalizzazione" o "tasso di attualizzazione".

L'operazione finanziaria più semplice è costituita dallo scambio di una somma scadente in una certa epoca con un'altra somma scadente in epoca diversa.



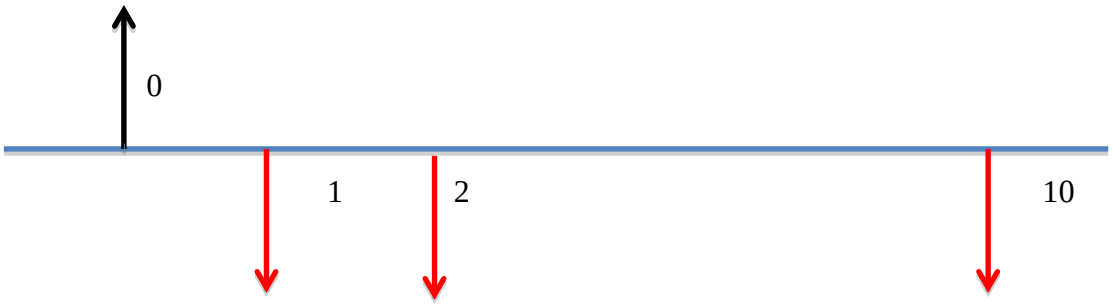
matematica delle assicurazioni, Trieste, 2001; PITACCO E., *Matematica e tecnica attuariale delle assicurazioni sulla durata di vita*, Trieste, 2002; OLIVIERI A.-PITACCO E., *Introduction to Insurance Mathematics*, Berlino, 2011.

0

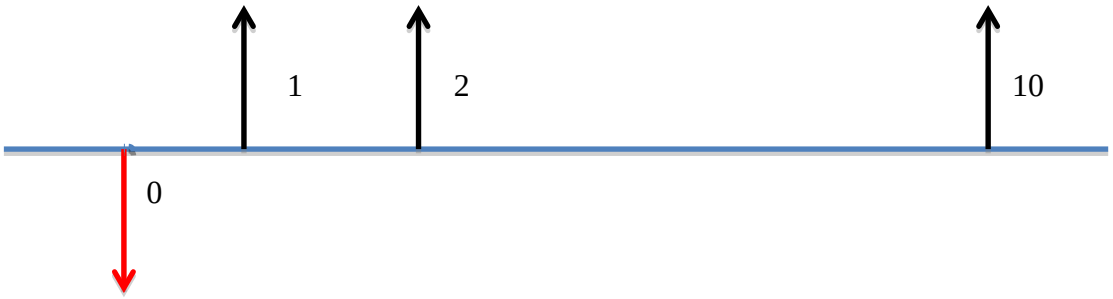
In tale caso, il rispetto della condizione di equivalenza finanziaria presuppone l'esistenza di un tasso di interesse sottostante, di capitalizzazione o di attualizzazione – detto tasso interno di rendimento –, che rende indifferente le due somme scadenti in epoche diverse. Ovviamente, in tale caso, il tasso di interesse – pur costituendo il "costo finanziario" dell'operazione – viene calcolato attraverso un procedimento complesso.

Un'operazione finanziaria un po' più articolata è quella costituita dallo scambio di una somma scadente in una certa epoca con una serie di somme scadenti in epoche diverse, che si realizza – ad esempio – nel caso di finanziamento con rimborso rateale ovvero nell'ipotesi di costituzione di un capitale.

Il finanziamento con rimborso rateale può essere come di seguito rappresentato:



La costituzione di un capitale può avere la seguente rappresentazione:



Il concetto di equivalenza finanziaria, nelle operazioni finanziarie più complesse sopra rappresentate, non muta: si tratta sempre di indifferenza (finanziaria) fra somme – in questo caso più numerose – scadenti in epoca diversa.

2.3. Definizione di "operazione attuariale".

Un'operazione attuariale consiste nello scambio di somme scadenti in epoche diverse, *incerte* nella loro manifestazione e fisse o variabili (in funzione di parametri di natura finanziaria) nel loro importo.

Nelle operazioni attuariali deve essere verificato il rispetto della condizione di "equivalenza attuariale"; cioè, di indifferenza (attuariale) fra le somme – come si è detto *incerte* nella loro manifestazione – scadenti in epoca diversa. L'indifferenza, anche in tale caso, è valutata sulla base del procedimento di "capitalizzazione" ovvero di "attualizzazione".

La differenza sostanziale rispetto ad un'operazione finanziaria consiste nel fatto che l'"equivalenza attuariale" viene valutata attribuendo un "peso" – costituito dalla probabilità di un evento legato alla vita del contraente (morte o sopravvivenza) – a somme scadenti in epoca diversa; giacché le stesse formeranno oggetto di pagamento – o di incasso, a seconda del punto di vista – soltanto in funzione dell'evento medesimo.

2.4. Le polizze vita tradizionali.

Le polizze vita tradizionali rientrano nella nozione di "operazione attuariale". Un esempio potrebbe essere il seguente: Tizio sottoscrive una polizza vita tradizionale che prevede il pagamento di un capitale al verificarsi dell'evento "morte dell'assicurato entro dieci anni dalla sottoscrizione".

Nella parte superiore (positiva) dell'asse temporale sono riportati i premi periodici (prestazioni dell'assicurato):

Nella parte inferiore (negativa) dell'asse temporale sono riportati i premi naturali (prestazioni dell'assicuratore), pesate sulla base del rischio demografico.

Come si avrà modo di vedere, i premi di riserva consistono nella differenza fra i premi periodici e i premi naturali.

La condizione di “equivalenza attuariale” è rispettata ove vi sia coincidenza fra il valore attuale – nel caso di attualizzazione delle somme – ovvero il valore capitalizzato – nel caso di capitalizzazione delle somme – dei premi periodici ed il valore attuale (o il valore capitalizzato) dei premi naturali.

Il tasso di attualizzazione o di capitalizzazione che conduce al rispetto dell’equivalenza attuariale – come si vedrà – è detto “tasso tecnico”.

La condizione di “equivalenza attuariale” implica, quindi, necessariamente la considerazione di due componenti: quella assicurativa, che trova espressione in “pesi” di natura probabilistica o statistica sulla base del rischio demografico, e quella finanziaria, sottesa al procedimento di attualizzazione o capitalizzazione.

Sotto il profilo matematico, quindi, si verte nell’ambito delle “operazioni finanziarie” in tutti i casi in cui sia presente – oltre alla componente finanziaria – anche una componente assicurativa (o, meglio, demografica).

2.5. Il contratto di assicurazione.

Dal punto di vista della matematica attuariale, il contratto di assicurazione può – dunque – essere visto come un’operazione finanziaria aleatoria – e, cioè, posta in essere in condizioni di incertezza – tra il contraente e l’impresa di assicurazione.

In particolare, l’assicurato assume l’obbligazione di versare un premio quale corrispettivo dell’impegno dell’assicuratore di liquidare un determinato importo – che, almeno in teoria, potrebbe essere incerto nel *quantum* – se e quando un determinato evento si verificherà.

Questa particolare operazione finanziaria si basa sul principio di “equità” (o, meglio, di “equivalenza finanziaria”), nel senso che l’entità del premio deve essere commisurata alla probabilità dell’evento ed al capitale assicurato.

La matematica attuariale si occupa dello studio dei contratti assicurativi, avvalendosi di analisi statistiche, probabilistiche e finanziarie.

2.6. Le assicurazioni sulla vita: concetti generali.

Come già si è detto, l’assicurazione presuppone l’esistenza di un rischio basato su un evento futuro ed incerto, nel senso che deve sussistere un’alea in ordine all’*an* – l’evento può verificarsi o meno – ovvero al *quando* – l’evento è sicuro, ma non si sa quando si verificherà – ovvero ancora al *quantum* – la diversa modalità in cui si verificherà l’evento determinerà una diversa prestazione dell’assicuratore.

La condizione di incertezza viene – per così dire – “catturata” in modo diverso a seconda che si versi nell’ambito dell’assicurazione contro i danni ovvero dell’assicurazione sulla vita. Infatti, mentre nel primo caso il premio viene calcolato sulla base di rilevazioni empiriche – e, cioè, osservando in un’opportuna collettività di contratti il numero di sinistri verificatisi ed i relativi danni e risarcimenti – nel secondo esso viene determinato sulla base di tavole statistiche attendibili – le cc.dd. tavole demografiche –.

Altra caratteristica propria dei contratti assicurativi è costituita dalla circostanza che la prestazione dell’assicurato (premio) precede quella dell’assicuratore (capitale assicurato); dal punto di vista dell’assicuratore, gli incassi precedono nel tempo gli esborsi. D’altronde, l’origine etimologica del termine “premio” deriva dalla fusione dei due vocaboli latini *prae* ed *emere*, nel senso di “pagato prima”.

Il premio di assicurazione – prestazione cui è chiamato l’assicurato e a fronte della quale l’assicuratore assume un rischio – è calcolata sulla base sia del rischio assunto dall’assicuratore – e, cioè, tenendo conto di ciò che egli dovrà pagare nel caso si verifichi l’evento oggetto di assicurazione – sia del profitto che quest’ultimo intende conseguire, ovviamente al netto delle spese da sostenere.

Il premio può essere pagato in un’unica soluzione alla stipulazione del contratto – ed in tal caso si parla di “premio unico” – ovvero a rate – ed allora si parla correntemente di “premio periodico”.

Limitando – come si è detto – l’indagine all’assicurazione sulla vita, l’evento che può dar luogo alla prestazione dell’assicuratore attiene alla vita dell’assicurato e, nelle forme classiche di assicurazione, può consistere nella morte dell’assicurato in un certo intervallo ovvero nella sua sopravvivenza oltre una certa data.

Poiché la prestazione dell’assicuratore (capitale a scadenza) è caratterizzata da incertezza, il premio – invece certo e determinato (almeno nelle forme più semplici), all’epoca della stipulazione del contratto – deve essere calcolato sulla base degli eventuali esborsi futuri a carico dell’assicuratore, “pesati” con le rispettive probabilità, e di un certo tasso di attualizzazione.

Quindi, l’operazione finanziaria (*rectius* assicurativa) è caratterizzata da una componente demografica – avente natura statistica o probabilistica e determinata sulla base delle tavole di sopravvivenza – e da una componente finanziaria – costituita dal

tasso di interesse mediante il quale calcolare il valore attuale degli eventuali esborsi futuri.

Nella terminologia attuariale vengono chiamate basi tecniche del prim'ordine la base demografica – e, cioè, cioè la tavola di sopravvivenza, stabilita contrattualmente – e la base finanziaria – ossia il tasso di interesse annuo (detto "tasso tecnico") che l'assicuratore garantisce all'assicurato –.

La prestazione dell'assicurato in termini attuariali è costituita dal premio unico o dal valore attuale del premio periodico; mentre, la prestazione dell'assicuratore è rappresentata dal valore attuale dei possibili esborsi futuri (capitale a scadenza o rendita).

Gli elementi che concorrono alla determinazione del premio sono costituiti – tra gli altri – dal capitale assicurato, dalla durata del contratto e dalle basi tecniche utilizzate.

Come si è detto, per la condizione di "equivalenza finanziaria" fra prestazione dell'assicurato (premio) e prestazione dell'assicuratore (capitale a scadenza), la prima scaturisce dalla seconda, attraverso un opportuno processo di attualizzazione, tenuto conto di idonee basi tecniche.

In particolare, si definisce "premio puro" il valore attuale atteso delle prestazioni dell'assicuratore, calcolato con le basi tecniche del prim'ordine. L'utilizzo di tali basi risulta favorevole per l'assicuratore e incorpora il profitto in capo a quest'ultimo.

Per contro, si definisce "premio equo" il premio calcolato adottando le basi tecniche del second'ordine – base demografica e base finanziaria –, che rende nullo il valore atteso del profitto dell'assicuratore.

Per quanto appena detto, il premio puro dovrebbe risultare maggiore del premio equo e la differenza fra i due è detta caricamento di sicurezza (implicito), e costituisce il valore atteso del profitto dell'assicuratore.

In realtà, l'assicurato paga una somma superiore al premio puro, che comprende il "caricamento per spese" – destinato a coprire le spese di acquisizione del contratto, di incasso dei premi, di gestione, ecc. – e gli eventuali "oneri fiscali".

Si definisce "premio di tariffa" il premio puro – comprensivo del caricamento di sicurezza (implicito) –, maggiorato del caricamento per spese.

Nella prassi, il pagamento del premio in un'unica soluzione può risultare troppo oneroso per l'assicurato, cosicché il premio unico puro viene suddiviso in rate annue

anticipate, dette “premi periodici”. Ovviamente, il valore attuale dei premi periodici deve coincidere con il “premio unico”, così da garantire in ogni caso l’equivalenza attuariale fra prestazioni dell’assicurato (premi periodici) e prestazioni dell’assicuratore (capitale assicurato o rendita).

Sulla base di quanto esposto, il valore attuale dei premi periodici corrisponde alla somma dei valori attuali dei costi attesi e del profitto per l’assicuratore, questi ultimi detti anche “premi naturali”; in altri termini, i premi periodici rappresentano il valore attuale (*rectius* da attualizzare, al fine di ottenere il premio unico) dei costi per l’assicuratore (maggiorato del suo profitto) e corrispondono – in termini attuariali – agli impegni assunti da quest’ultimo, tenuto conto delle basi demografiche e finanziarie, cioè ai premi naturali.

Sotto tale profilo è, dunque, garantita l’equivalenza finanziaria fra premi naturali e premi periodici. Tuttavia, per effetto dello sfasamento temporale fra gli stessi, non è parimenti garantita – sul piano cronologico – la corrispondenza aritmetica tra le prestazioni dell’assicurato (premi periodici) e le prestazioni dell’assicuratore (premi naturali).

Il problema potrebbe essere risolto facendo pagare all’assicurato i premi naturali anziché i premi periodici; tuttavia, dal momento che i primi sono crescenti nel tempo – per effetto della maggiore probabilità che li caratterizza – si preferisce far pagare a quest’ultimo i premi periodici.

La differenza aritmetica – sul piano cronologico – fra premi periodici e premi naturali determina, quindi, la formazione dei cc.dd. “premi di riserva”. Nel caso in cui tale differenza sia positiva, circostanza che si verifica quando l’introito derivante dal premio periodico pagato dall’assicurato è maggiore del “costo” per l’assicuratore, quest’ultimo deve accantonare tale differenza per far fronte alle future deficienze di premio; ove, invece, la differenza sia negativa, il ché accade quando il “costo” per l’assicuratore è maggiore dell’introito derivante dal premio periodico pagato dall’assicurato, occorre utilizzare gli accantonamenti effettuati in precedenza per far fronte al pagamento delle prestazioni.

Pertanto, il premio periodico può essere scomposto in due parti: la prima, corrispondente al rischio del periodo, pari dunque al costo per l’assicuratore; la seconda, corrispondente all’eccedenza (positiva o negativa), che deve essere accantonata in un’apposita riserva oppure prelevata da quest’ultima.

Evidentemente, per la più volte richiamata equivalenza finanziaria dell'intera operazione assicurativa – in base alla quale il valore attuale atteso delle prestazioni dell'assicurato (premi periodici) deve essere pari al valore attuale delle prestazioni dell'assicuratore (premi naturali) – il valore attuale dei premi di riserva è uguale a zero.

Come si è detto, i premi di riserva devono essere accantonati in un apposito fondo, chiamato "riserva matematica". Quest'ultima costituisce un valore attuariale, poiché scaturisce dalla differenza di due valori attuariali.

Esistono due criteri applicativi che conducono al calcolo, rispettivamente, della riserva matematica prospettiva e della riserva matematica retrospettiva.

La riserva matematica prospettiva valutata ad una certa epoca è pari alla differenza fra il valore attuariale delle (future) prestazioni dell'assicuratore fino a scadenza ed il valore attuariale dei premi esigibili fino a scadenza. Essendo differenza di valori attuariali, la riserva matematica è anch'essa un valore attuariale.

La riserva matematica retrospettiva, pur costituendo sempre un valore attuariale, è pari all'ammontare utilizzato dei premi versati fino all'epoca di valutazione per far fronte agli impegni intervenuti nello stesso periodo.

Pur muovendo da due prospettive diverse, il calcolo della riserva matematica prospettica e della riserva matematica retrospettiva conducono, sotto opportune ipotesi come identità tra basi tecniche, allo stesso risultato.

La riserva matematica (prospettiva), quindi, garantisce – in ogni periodo – l'equivalenza attuariale tra prestazioni dell'assicurato (premi periodici) e prestazioni dell'assicuratore (premi naturali ovvero, più propriamente, capitale a scadenza o rendita). Essa, inoltre, è costituita da due componenti: quella demografica – collegata all'aspetto probabilistico del contratto assicurativo – e quella finanziaria – collegato invece all'aspetto puramente finanziario –.

Sul piano temporale, la riserva matematica ha un andamento non costante e, proprio per il fatto di essere costituita (anche) da una componente finanziaria, ove quest'ultima fosse prevalente od esclusiva risulterebbe crescente sino a raggiungere, alla scadenza contrattuale, il valore del capitale assicurato.

Del pari, il profitto (o utile) dell'assicuratore – "incorporato" nei premi periodici – è influenzato sia dalla componente probabilistica sia da quella finanziaria. Pertanto, l'utile annuo atteso può essere – a sua volta – scomposto in utile demografico e utile finanziario; ove, l'utile demografico assume segno positivo se il rischio sotteso alle basi

tecniche del prim'ordine è sovrastimato rispetto a quello sotteso alle basi tecniche del second'ordine, caratterizzate da aspettative più realistiche; e, del pari, l'utile finanziario assume segno positivo se il tasso d'interesse sotteso alle basi tecniche del prim'ordine è inferiore a quello sotteso alle basi tecniche del second'ordine, ancora una volta caratterizzate da aspettative più realistiche.

2.7. Le assicurazioni sulla vita con prestazioni flessibili.

Le forme assicurative tradizionali, esaminate nel paragrafo precedente, sono caratterizzate dal fatto che le prestazioni dell'assicurato e dell'assicuratore sono predeterminate all'atto della stipulazione del contratto e, soprattutto, fisse.

Tale circostanza può determinare uno svantaggio in capo all'assicurato per una serie di motivi: *a*) l'inflazione riduce il potere d'acquisto delle prestazioni dell'assicuratore; *b*) il tasso d'interesse tecnico può essere inferiore a quello riconosciuto dal mercato per prodotti finanziari privi di rischio; *d*) sui mercati finanziari sono presenti strumenti più remunerativi, che assumono via via maggiore rilevanza ove la componente finanziaria del prodotto assicurativo assuma prevalenza.

In particolare, in regime di prezzi crescenti – e, quindi, di inflazione – vi è uno scostamento fra tasso nominale e tasso reale, che determina uno svantaggio in capo all'assicurato, giacché egli riceve – in contropartita delle proprie prestazioni – prestazioni dell'assicuratore (erogate in epoca successiva), il cui valore effettivo è inferiore rispetto al valore nominale; circostanza che pregiudica l'equivalenza attuariale nel caso in cui si assuma il tasso d'interesse reale in luogo di quello nominale. Per ovviare allo svantaggio economico derivante dall'inflazione sono nati prodotti assicurativi a prestazioni flessibili, collegate all'andamento del tasso d'inflazione o di opportuni indicatori economico-finanziari.

Anche in assenza d'inflazione, il tasso tecnico garantito all'assicurato può risultare poco remunerativo rispetto al tasso d'interesse riconosciuto per altri strumenti finanziari; ciò anche in considerazione del fatto che il rischio di tasso – e, quindi, anche quello di una sua riduzione nel tempo – rimane in capo all'assicuratore. Ora, poiché i premi periodici vengono calcolati in modo da garantire implicitamente all'assicurato un rendimento pari al tasso tecnico, il differenziale di tasso – positivo o negativo – influisce esclusivamente sull'utile (a consuntivo) dell'assicuratore. Per "arginare" tale effetto sono nati prodotti assicurativi che prevedono la retrocessione all'assicurato di una parte dell'utile finanziario maturato dall'assicuratore.

Infine, poiché i mercati finanziari propongono strumenti finanziari più competitivi, si determina uno svantaggio economico in capo all'assicurato, soprattutto laddove la componente finanziaria del prodotto assicurativo assuma prevalenza. Per ovviare a tale inconveniente, sono nati prodotti assicurativi innovativi, le cui prestazioni sono collegate all'andamento di fondi d'investimento (polizze *unit linked*) o di indici di Borsa (polizze *index linked*), caratterizzati dalla variabilità delle prestazioni sia dell'assicurato sia dell'assicuratore.

Ora, come si è più volte ribadito, secondo i principi della matematica attuariale, deve sempre sussistere l'equivalenza finanziaria fra le prestazioni dell'assicurato (premi periodici) e quelle dell'assicuratore (capitale a scadenza o rendita). O, meglio, l'equivalenza finanziaria fra le prestazioni dell'assicurato e quelle dell'assicuratore è garantita dalla riserva matematica; quindi, ferma quest'ultima, le prestazioni dell'assicurato e quelle dell'assicuratore non possono subire variazioni.

La richiamata equivalenza finanziaria sottende, tra l'altro, il tasso di rendimento – e, cioè, l'utile prospettico – per l'assicuratore. Pertanto, un'eventuale flessibilità delle prestazioni dell'assicuratore – ferme restando le prestazioni dell'assicurato e la riserva matematica – può realizzarsi esclusivamente attraverso la retrocessione di una parte degli utili maturati (a consuntivo) dall'assicuratore.

In alternativa, la flessibilità delle prestazioni dell'assicuratore può realizzarsi – da un lato – attraverso un adeguamento della riserva matematica ovvero mediante una variazione delle prestazioni dell'assicurato ovvero ancora attraverso un *mix* dei due ovvero – dall'altro – per effetto della correlazione delle prestazioni medesime all'andamento di fondi d'investimento (polizze *unit linked*) o di indici di Borsa (polizze *index linked*).

Prendendo in considerazione la prima modalità attraverso la quale le prestazioni dell'assicuratore vengono rese flessibili, si possono prefigurare tre ipotesi alternative:

a) contratti con prestazioni flessibili dell'assicuratore, che si incrementano periodicamente ad un certo tasso, detto tasso di adeguamento delle prestazioni; evidentemente in tale caso, poiché le prestazioni dell'assicurato non subiscono variazioni lungo la durata del contratto, per ristabilire l'equivalenza attuariale deve essere adeguata la riserva matematica; tale modalità trova riscontro pratico in modelli di incremento delle prestazioni dell'assicuratore mediante partecipazione agli utili di quest'ultimo;

b) contratti con prestazioni flessibili dell'assicurato, ferma restando la riserva matematica; in tale caso peraltro, come è possibile dimostrare matematicamente, il tasso di incremento annuo delle prestazioni dell'assicuratore è inferiore rispetto a quello delle prestazioni dell'assicurato (premi), di talché tale modalità di adeguamento risulta difficilmente proponibile sul piano commerciale;

c) contratti con prestazioni flessibili sia dell'assicurato sia dell'assicuratore e con adeguamento della riserva matematica: tale ipotesi trova riscontro pratico sia nelle polizze indicizzate, in cui le prestazioni dell'assicuratore sono correlate all'andamento del tasso di inflazione o di opportuni indicatori economico-finanziari, sia nelle polizze rivalutabili – e, cioè, con premio rivalutabile –, ove viene trasferita una parte dell'utile finanziario dell'assicuratore, a fronte di un incremento dei premi periodici.

2.8. Le polizze linked.

In tali prodotti, il principio dell'equivalenza attuariale fra le prestazioni dell'assicurato (premi periodici) e quelle dell'assicuratore (capitale a scadenza o rendita) è – per così dire – contaminato dalla variabilità (*rectius* volatilità) di queste ultime, cosicché la loro matrice assicurativa potrebbe – nei fatti – risultare alquanto affievolita; soprattutto ove non sia previsto un rendimento minimo garantito.

Le polizze *unit linked* si "incardinano" normalmente in assicurazioni sulla vita pure o miste. In particolare, tali prodotti sono caratterizzati dal fatto che le prestazioni dell'assicuratore sono espresse in funzione del valore delle quote di un fondo di investimento.

Per contro, le polizze *index linked* sono normalmente "incardinate" in assicurazioni sulla vita miste a premio unico. In particolare, tali prodotti sono caratterizzati dal fatto che le prestazioni dell'assicuratore sono espresse in funzione dell'andamento di indici di riferimento, replicati – nell'economica dell'impresa di assicurazione – attraverso un titolo strutturato composto da un *bond* e da un derivato (v. *infra*).

3. Analisi tecnica dei "prodotti". Profili di tecnica assicurativa[2].

---

[2] Il principale documento tecnico di riferimento è costituito dal Quaderno ISVAP n. 5, *Le polizze* Index *e* Unit Linked *in Italia*.

Per ulteriori approfondimenti, si vedano: PORZIO C.-PREVIATI D.-COCOZZA R.-MIANI S.-PISANI

3.1. Nozioni di base.

Il termine polizza, etimologicamente, significa “promessa”; infatti, la sua radice lessicale risiede nel vocabolo latino *pollicitatio*, promessa appunto.

Nel gergo delle assicurazioni, il termine polizza si usa – tra l’altro – per designare il contratto di assicurazione sulla vita, ove l’assicuratore – a fronte della prestazione resa dall’assicurato (premio unico o premi periodici) – si impegna a rimborsare a quest’ultimo una certa somma – sotto forma di capitale o di rendita – al verificarsi di un certo evento ovvero ad una certa scadenza.

Il premio, al cui versamento è tenuto l’assicurato, può essere unico – cioè corrisposto in un’unica soluzione al momento della sottoscrizione della polizza – ricorrente – ossia versato periodicamente attraverso rate annuali, semestrali, trimestrali o mensili – e premio unico ricorrente che, al pari del ricorrente, viene versato con cadenza periodica, ma ciascun versamento è autonomo e distinto dagli altri.

I “caricamenti amministrativi” sono costituiti dalle provvigioni che l’impresa di assicurazione corrisponde ai canali distributivi per l’acquisizione e il rinnovo dei contratti, dalle somme necessarie per il mantenimento del personale, per la pubblicità dei prodotti e per ulteriori spese amministrative, che integrano le cc.dd. commissioni di gestione.

Nel campo delle assicurazioni che non riguardino i danni, la riserva matematica è l’importo che deve essere accantonato dall’assicuratore per far fronte agli obblighi futuri assunti verso l’assicurato. La sua *ratio* risiede nello sfasamento temporale esistente fra il momento in cui l’assicurato paga il premio e quello in cui l'assicuratore rende la propria prestazione.

Il tasso tecnico – tipico delle assicurazioni sulla vita o miste – è il rendimento minimo che viene riconosciuto dall’assicuratore all’assicurato (o al beneficiario) ed è prefigurato al momento della sottoscrizione del contratto.

3.2. Le assicurazioni sulla vita: tipologie.

Le assicurazioni sulla vita perseguono l’obiettivo di soddisfare un’esigenza di tipo economico al verificarsi di un evento attinente alla vita umana. In particolare, a fronte del versamento di un premio (o di premi periodici) da parte dell’assicurato,

---

R., *Economia delle imprese assicurative*, Milano, 2011; FLOREANI A., *Economia delle imprese di assicurazione*, Milano, 2011; MIAMI S. (a cura di), *I prodotti assicurativi*, Torino, 2010.

l'impresa di assicurazione si impegna a corrispondere al beneficiario della polizza un capitale o una rendita nel caso in cui si verifichino determinati eventi relativi alla vita dell'assicurato.

Esistono diversi tipi di assicurazione sulla vita, ciascuno dotato di caratteristiche peculiari. In particolare, esistono assicurazioni caso morte, assicurazioni caso vita ed assicurazioni miste.

Le assicurazioni caso morte prevedono il versamento, da parte dell'impresa di assicurazione, di un capitale o di una rendita in caso di morte dell'assicurato.

Le assicurazioni caso vita sono, per contro, caratterizzate dall'impegno – da parte dell'impresa di assicurazione – di versare un capitale o una rendita al beneficiario nel caso in cui l'assicurato sia in vita alla scadenza prevista contrattualmente.

Le polizze miste combinano alcune delle caratteristiche delle assicurazioni caso morte e caso vita.

3.2.1. Le assicurazioni caso morte.

Le assicurazioni caso morte mirano ad eliminare o arginare gli effetti negativi di natura economica che possono conseguire dalla morte dell'assicurato (ad es. decesso del capofamiglia), garantendo un capitale o una rendita nel caso in cui si verifichi tale evento.

Esistono due tipi di assicurazioni caso morte: le polizze caso morte temporanee e le polizze caso morte a vita intera.

Le assicurazioni caso morte temporanee sono polizze cc.dd. "puro rischio" o "a fondo perduto", nel senso che, se non si verifica il decesso dell'assicurato entro i termini temporali stabiliti contrattualmente, l'impresa di assicurazione non è tenuta ad alcuna prestazione e i premi versati dall'assicurato restano acquisiti dalla stessa a titolo definitivo. Per contro, l'impresa di assicurazione – nel caso di decesso dell'assicurato (entro i termini temporali stabiliti contrattualmente) – si impegna a versare un capitale od una rendita di consistenza significativamente superiore rispetto alla somma dei premi versati dall'assicurato.

Le assicurazioni caso morte a vita intera sono invece polizze cc.dd. "a prestazione sicura" e prevedono che il capitale o la rendita siano versati al beneficiario in ogni caso, indipendentemente dal momento in cui avvenga il decesso dell'assicurato.

3.2.2. Le assicurazioni caso vita.

Le assicurazioni caso vita prevedono che l'impresa di assicurazione garantisca al beneficiario una prestazione (capitale o rendita) nel caso in cui l'assicurato sia ancora in vita alla scadenza del contratto.

Esistono diversi tipi di assicurazioni caso vita: le polizze a rendita immediata; le polizze a rendita differita; le polizze a capitale differito.

Le polizze a rendita immediata sono caratterizzate dal versamento di un premio unico al momento della sottoscrizione del contratto, a fronte dell'impegno, da parte dell'impresa di assicurazione, di corrispondere al beneficiario una rendita immediata.

Le polizze a rendita differita prevedono l'impegno, da parte dell'impresa di assicurazione, di corrispondere al beneficiario una rendita dopo un certo periodo di tempo definito contrattualmente, nell'eventualità che questi sia ancora in vita a quella data.

Le polizze a capitale differito sono caratterizzate dal versamento, da parte dell'assicurato, di un premio unico o di premi periodici e l'impegno, da parte dell'impresa di assicurazione, di corrispondere un capitale al beneficiario nell'eventualità in cui l'assicurato sia ancora in vita dopo una certa data stabilita contrattualmente. Le polizze a capitale differito possono, inoltre, prevedere che l'impresa di assicurazione garantisca al beneficiario la restituzione dei premi versati nel caso in cui l'assicurato non sia in vita al termine del periodo di differimento.

3.2.3. Le assicurazioni miste.

Le assicurazioni miste costituiscono una combinazione fra le assicurazioni caso vita e le assicurazioni caso morte.

In particolare, tali assicurazioni prevedono – in analogia con le polizze caso morte – la corresponsione, a favore del beneficiario, di un capitale qualora sopraggiunga la morte dell'assicurato entro la scadenza del contratto; e – in analogia con le polizze caso vita – la corresponsione di un capitale nel caso in cui l'assicurato sia ancora in vita alla scadenza del contratto.

Vi sono due tipologie principali di assicurazioni miste: le polizze miste immediate e le polizze miste a termine fisso.

Nelle polizze miste immediate si prevede che la prestazione "caso morte" sia corrisposta al beneficiario nel momento stesso in cui si verifica la morte dell'assicurato.

Le polizze miste a termine fisso sono, invece, caratterizzate dal fatto che la prestazione "caso morte" viene corrisposta al beneficiario solo al termine della durata contrattuale, anche se la morte dell'assicurato si verifica in epoca antecedente.

Nelle polizze miste il premio viene, normalmente, suddiviso in due parti: la prima destinata a fronteggiare la corresponsione del capitale o della rendita in caso di morte dell'assicurato; la seconda volta a garantire il pagamento del capitale o della rendita nel caso in cui l'assicurato sia ancora in vita alla scadenza del contratto.

3.2.4. La componente demografica e la componente finanziaria.

Come è dato evincere dalla sommaria descrizione delle principali caratteristiche delle diverse tipologie di assicurazioni sulla vita, la componente demografica e la componente finanziaria possono avere pesi significativamente diversi.

In particolare, soltanto nelle polizze cc.dd. "pure" la componente demografica raggiunge il proprio apice, giacché l'impresa di assicurazione si impegna a corrispondere un capitale o una rendita di importo significativamente superiore alla somma dei premi versati; e l'entità di questi ultimi viene determinata assumendo a riferimento apposite tavole di mortalità ricavate da statistiche che prendono in considerazione una serie di fattori (ad esempio, sesso, professione ed età dell'assicurato).

In tutti gli altri tipi di polizze, la componente finanziaria assume – via via – maggiore rilevanza, in quanto è prevista – in ogni caso, di morte o di vita dell'assicurato – la corresponsione di un capitale al beneficiario.

Si deve, quindi, ritenere che vi sia la presenza di una componente demografica solo ove il capitale o la rendita – garantita in ogni caso – assuma dimensioni quantitative differenti, a seconda del momento del decesso dell'assicurato. Per contro, nel caso in cui il capitale o la rendita garantiti dall'impresa di assicurazione siano determinati con gli stessi criteri – indipendentemente dal verificarsi dell'evento morte o vita dell'assicurato – la componente demografica risulta del tutto assente.

In tale senso si è espressa l'ISVAP, ove ha precisato che «*sono ricompresi nel ramo III, se direttamente collegati a fondi di investimento ovvero ad indici azionari o altri valori di riferimento, solo i contratti di assicurazione sulla durata della vita umana (punto I), vale a dire i contratti caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte dell'impresa a liquidare, per il caso di sopravvivenza, per il caso di morte o per*

entrambi, prestazioni assicurate il cui valore, o quello dei corrispondenti premi, sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico»[3].

***3.3. La genesi delle polizze* unit linked e index linked.**

Mentre, tradizionalmente, le assicurazioni sulla vita avevano esclusivamente una funzione previdenziale di tutela dell'individuo dai rischi connessi al ciclo della vita, recentemente – da parte delle imprese di assicurazione – è stata posta un'enfasi particolare sulla componente finanziaria delle prestazioni assicurative, con una funzione di intermediazione del risparmio nel tempo.

In un primo tempo, sono state introdotte le polizze indicizzate, caratterizzate dall'apposizione di una clausola in virtù della quale l'entità della prestazione dell'assicuratore era collegata al valore di un indice reale o finanziario, quale l'indice Istat o di Borsa.

Successivamente, sono sorte le polizze rivalutabili, nelle quali la prestazione dell'assicuratore, che prevede – di norma – un tasso minimo di rendimento garantito, è stata parametrata ai risultati di speciali gestioni di titoli, prevalentemente di Stato, acquistati a fronte delle riserve matematiche; ciò anche al fine di contrastare – almeno in parte – il fenomeno della volatilità dei tassi d'interesse[4].

Successivamente, poiché le politiche economiche e finanziarie adottate dai Paesi europei per aderire alla moneta unica hanno comportato un abbassamento dei tassi d'interesse, è maturata l'esigenza di orientarsi verso nuovi strumenti di investimento, volti principalmente in direzione dei mercati azionari.

In tale contesto, tenuto conto in particolare della crescente concorrenza di strumenti finanziari con orizzonti d'investimento a medio e lungo termine – quali i fondi di investimento –, le imprese di assicurazione sono state indotte ad offrire prodotti che, accanto alla componente puramente assicurativa, valorizzassero nel tempo la componente finanziaria.

Hanno così assecondato le esigenze di diversificazione finanziaria dei risparmiatori, offrendo prodotti assicurativi correlati all'andamento delle borse azionarie, quali le polizze *index linked*, o agganciati all'andamento di fondi d'investimento, quali le polizze *unit linked*.

---

[3] Si veda, in particolare, la Circolare ISVAP 25 maggio 1998 n. 332/D, par. "*2) Classificazione all'interno dei rami assicurativi*".

[4] La gestione separata è, dunque, amministrata direttamente dall'impresa assicurativa.

3.4. Le caratteristiche strutturali delle polizze **unit linked e index linked.**

3.4.1. Considerazioni generali.

In linea generale si può affermare che le polizze *linked* sono prodotti caratterizzati dalla diretta dipendenza delle prestazioni dal valore di un'entità di riferimento. Ove, se in linea puramente teorica, qualunque entità potrebbe essere assunta a riferimento, di fatto la scelta è vincolata esclusivamente dalle possibilità, normative e di mercato, di effettuare investimenti a copertura delle riserve tecniche.

Le polizze *unit linked* hanno prestazioni collegate al valore di un fondo di investimento, esterno o interno all'impresa di assicurazione. Nel caso di fondi di investimento costituiti internamente, si parla di fondi assicurativi, privi di autonomia patrimoniale[5]; viceversa, i fondi esterni sono emessi dalle Società di investimento a capitale variabile (Sicav) ovvero dagli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), istituiti per la prima volta con la Legge 23 marzo 1983, n. 77 e, successivamente, disciplinati dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. Testo Unico della Finanza).

La modalità più semplice attraverso la quale si attua il collegamento con l'entità di riferimento consiste nell'assunzione di quest'ultima in termini di "unità di conto", diversa dalla moneta a corso legale; in particolare, l'unità di conto può essere costituita dal numero di quote nel caso di fondi suddivisi in quote, da un'unità monetaria nozionale nel caso di indici di mercato o di fondi non suddivisi in quote, dall'unità monetaria nominale del titolo nel caso di strumenti finanziari. Ovviamente, il valore nominale corrispondente si ottiene attraverso la riespressione, in termini monetari, dell'entità di riferimento; e così, ad esempio, nel caso di collegamento ad un fondo comune di investimento le prestazioni possono essere quantificate attraverso la moltiplicazione fra il numero di quote del fondo ed il valore unitario della quota, nel momento previsto contrattualmente per la liquidazione della singola prestazione. L'operazione, pur con la stessa logica di fondo, si presenta più complessa nel caso di prestazioni collegate ad indici azionari o altri valori di riferimento.

Ancora in termini generali, le polizze *linked* possono essere "incorporate" in qualunque forma di assicurazione sulla vita, ove l'assicurato è chiamato a versare premi corrispondenti ad un determinato "numero" di entità di riferimento, a fronte

---

[5] Anche nei fondi assicurativi, l'impresa di assicurazione, al pari della società di gestione di un fondo di investimento, deve predisporre un apposito regolamento.

dell’impegno dell’assicuratore a liquidare un prefissato “numero” di entità di riferimento al verificarsi di eventi attinenti alla vita umana, nei periodi previsti contrattualmente.

Richiamando le nozioni di matematica attuariale sopra esposte, in ossequio al principio di “equivalenza attuariale” fra le prestazioni dell’assicurato e quelle dell’assicuratore, la correlazione fra queste ultime si fonda prevalentemente sulla componente c.d. “demografica” del contratto, giacché la componente “finanziaria” potrebbe essere interamente assorbita dalla variazione di valore dell’unità di conto che – tra l’altro – rappresenta il rendimento finanziario del prodotto. Quest’ultimo varia in funzione dell’andamento del valore corrente dell’entità di riferimento e, fatti salvi i casi di prestazione minima garantita, il correlato rischio (finanziario) grava sull’assicurato.

Poiché, quindi, le polizze *linked* costituiscono prodotti con rischio di investimento a carico dell’assicurato, nel senso che vi è un trasferimento in capo a quest’ultimo dei rischi connessi al risultato finanziario della polizza, alle esigenze di tutela normalmente associate alle assicurazioni sulla vita si aggiungono quelle tipiche dei servizi di investimento.

3.4.2. Le polizze unit linked.

Le polizze *unit linked* sono contratti, normalmente “incardinati” in assicurazioni sulla vita, che prevedono il versamento di premi da parte dell'assicurato, investiti nell'acquisto di quote di fondi. 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 dei fondi (entità di riferimento).

Nelle polizze *unit linked* la componente “finanziaria” è collegata all’andamento di fondi d’investimento interni, appositamente costituiti dall’impresa d’assicurazione, ovvero da organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), costituiti esternamente all’impresa. Le prestazioni dell’assicurato e dell’assicuratore sono, normalmente, espresse in quote del fondo d’investimento.

La scelta del fondo d’investimento a cui agganciare la prestazione, tra più opportunità offerte dalla impresa di assicurazione, sovente è rimessa all’assicurato. Talvolta, l’assicurato ha facoltà di porre in essere operazioni di *switch*, consistenti nel disinvestimento delle quote del vecchio fondo e nel contestuale reinvestimento dell’importo disinvestito in un altro fondo facente parte della categoria predeterminata

al momento della conclusione del contratto. In ogni caso, è la sola impresa di assicurazione ad intrattenere i rapporti con gli organismi di investimento collettivo del risparmio, rispetto ai quali – pertanto – l'assicurato rimane estraneo.

Nell'esperienza italiana, le polizze *unit linked* si differenziano a seconda che il rischio finanziario sia posto totalmente a carico dell'assicurato ovvero venga conservato in capo all'impresa di assicurazioni. Nel primo caso, si parla comunemente di polizze *unit linked* cc.dd. "pure", ove l'impresa di assicurazione è tenuta solamente a corrispondere all'assicurato – al verificarsi del rischio demografico o al decorrere di un determinato termine dalla conclusione del contratto – un capitale o una rendita, che potrebbe essere inferiore al valore attuariale dei premi versati o addirittura pari a zero se in quel dato momento il fondo registrasse un andamento negativo. Nel secondo caso, si parla di polizze cc.dd. "*guaranteed unit linked*", ove l'impresa di assicurazione, indipendentemente dall'andamento dei fondi nei quali sono investiti i premi, al verificarsi dei presupposti garantisce all'assicurato quantomeno il valore attuariale dei premi versati, e – in taluni casi – un rendimento minimo. Esistono poi forme miste, le polizze cc.dd. "*partial guaranteed unit linked*", ove l'impresa di assicurazione garantisce all'assicurato esclusivamente la restituzione di una parte del capitale versato.

E' agevole arguire come, esclusivamente nelle polizze "*guaranteed unit linked*", la matrice assicurativa sia presente in tutta la sua portata e non sia contaminata, se non in senso positivo per l'assicurato, dalla componente – per così dire – speculativa.

Per completezza, vale ancora la pena sottolineare come – nelle polizze *unit linked* – la componente finanziaria abbia natura collettiva, poiché il collegamento alle quote del fondo è programmato per una pluralità di contratti.

3.4.3. Le polizze index linked.

Le polizze *index linked*, normalmente "incardinate" in un'assicurazione sulla vita, sono caratterizzate dal fatto che i premi sono investiti in strumenti finanziari che replicano gli indici (solitamente azionari) a cui le polizze stesse sono collegate.

Tipicamente tali strumenti finanziari sono titoli strutturati *ad hoc*, che vengono quindi posti a copertura della riserva matematica e che costituiscono la principale componente "finanziaria" dei prodotti[6].

---

[6] In particolare, i titoli strutturati sono specifiche categorie di strumenti finanziari a rendimento variabile, caratterizzati da una componente obbligazionaria e da una derivata, quest'ultima generalmente costituita da una opzione.

Ove le polizze siano accompagnate da una garanzia sul capitale investito, parte dell'investimento viene effettuata in obbligazioni *zero coupon*[7] – che appunto garantiscono la restituzione del capitale alla scadenza della polizza – mentre la parte residua viene investita in prodotti strutturati che replicano la composizione degli indici di riferimento. In tale ultimo caso, le polizze *index linked* hanno la caratteristica di abbinare due mercati: uno a rendimento garantito – quello delle obbligazioni *zero coupon* – ed uno a rendimento aleatorio – azioni o indici azionari –. In particolare, nell'esperienza italiana, le polizze *index linked* sono state collegate all'andamento di indici di Borsa ovvero a panieri di azioni, attraverso una forma di "indicizzazione finanziaria" totale o parziale.

Ove sia prevista una garanzia minima di rendimento, questa normalmente consiste nella determinazione del capitale finale sulla base del valore più elevato tra quello iniziale, maggiorato di una percentuale predefinita, ed il risultato derivante dall'indicizzazione finanziaria (*the best of*). Sotto tale profilo, tali polizze presentano analogie con quelle rivalutabili, nelle quali viene previsto un tasso minimo di rendimento.

Altre volte la garanzia di rendimento consiste nella previsione secondo cui, oltre al risultato derivante dall'indicizzazione, vi è un rendimento minimo garantito sulla base di un tasso d'interesse contrattuale.

A seconda dei casi, vi può quindi essere un trasferimento totale o parziale del rischio di investimento sull'assicurato. Pertanto, le polizze *index linked* – al pari delle polizze *unit linked* – si articolano in tre sottocategorie: le polizze *index linked* c.d "pure", le polizze *index linked* parzialmente garantite (*partial guaranteed index linked*) e le polizze *index linked* garantite (*guaranteed index linked*).

3.4.4. Le differenze rispetto alle polizze rivalutabili.

Le polizze a prestazioni rivalutabili sono caratterizzate dal fatto che l'incremento del valore delle prestazioni dell'impresa di assicurazione, in un'ottica esclusivamente finanziaria, è determinato periodicamente sulla base di tassi di rendimento, dipendenti dai risultati di gestione di appositi fondi separati dal portafoglio dell'impresa di

---

[7] Le obbligazioni *zero coupon* (cc.dd. *zero coupon bond*), a differenza di un ordinario titolo obbligazionario, non prevedono a favore del sottoscrittore alcun interesse esplicito (c.d. cedola)ed il loro rendimento implicito è costituito nella differenza tra il prezzo di emissione – inferiore a loro valore nominale – e l'ammontare del rimborso.

assicurazione medesima.

Fatti salvi i casi in cui sia prevista la garanzia di un tasso minimo di rendimento, a causa della variabilità delle prestazioni dell'assicuratore, vi è quindi il trasferimento del rischio di rendimento investimento in capo all'assicurato.

Esiste, tuttavia, una differenza fondamentale rispetto alle polizze *linked*: infatti, nelle polizze rivalutabili l'incremento delle prestazioni dell'assicuratore si basa su risultati già conseguiti e definitivamente assegnati, secondo il cosiddetto meccanismo di "consolidamento" della prestazione; nel senso che le somme assicurate vengono capitalizzate in base ai rendimenti periodici delle gestioni speciali, indipendentemente dall'andamento futuro del valore degli attivi inseriti nelle gestioni. Per contro, nelle polizze *linked* l'incremento delle prestazioni dell'assicuratore dipende, non da tassi di rendimento periodici, ma dal valore corrente dell'entità di riferimento, e tale incremento non è – almeno periodicamente – assegnato in via definitiva.

In definitiva, mentre nelle polizze *linked* l'assicurato sopporta un rischio assoluto di investimento, nelle polizze rivalutabili questo rischio viene attenuato, nel corso del tempo, per effetto delle *performance* (già) "consolidate".

3.4.5. La riserva matematica.

Nelle assicurazioni sulla vita, la riserva matematica è l'importo che deve essere accantonato dall'assicuratore per far fronte agli obblighi futuri assunti verso l'assicurato (capitale o rendita). Essa trae origine dallo sfasamento temporale esistente fra il momento in cui l'assicurato paga i premi e il momento in cui l'assicuratore deve eseguire le proprie prestazioni.

La "riserva matematica" costituisce la componente quantitativamente e qualitativamente più rilevante delle cc.dd. "riserve tecniche".

Nelle assicurazioni sulla vita, la sua determinazione tiene conto della componente demografica, che si fonda sulle ipotesi di sopravvivenza, e della componente finanziaria, espressione del differimento temporale delle prestazioni.

Nelle polizze *linked*, per la quantificazione della componente demografica, vengono utilizzati criteri analoghi a quelli applicati nelle tradizionali polizze di assicurazione sulla vita.

Per contro, relativamente alla componente finanziaria, muta il criterio di determinazione della riserva, alla luce della diversa correlazione fra impegni assunti dall'impresa di assicurazione e investimenti a copertura.

In particolare, nelle tradizionali polizze di assicurazione sulla vita l'attività di investimento dell'assicuratore è condotta nel rispetto di parametri di adeguatezza di redditività, di sicurezza e di liquidità, sulla base degli impegni assunti. Nelle polizze *linked*, invece, la riserva matematica viene costituita sulla base dell'entità di riferimento; essa risulta quindi strettamente correlata al valore degli investimenti e l'ammontare accantonato fluttua in relazione all'andamento del loro valore corrente. Sotto questo profilo, l'equivalenza attuariale di cui si è più volte detto non ha natura aprioristica e statica, ma – per così dire – dinamica.

Inoltre, nelle polizze *unit linked* è obbligatoria la costituzione di una riserva "addizionale" nel caso di previsione di una qualsiasi garanzia minima; essa è, quindi, volta a fronteggiare la possibilità che il valore della riserva "base" non sia sufficiente a far fronte alle prestazioni dell'assicuratore. In tale caso, viene ripristinato – quantomeno nei limiti della garanzia – il carattere aprioristico e statico dell'equivalenza attuariale.

4. L'evoluzione normativa.

4.1. Premessa: le finalità della regolamentazione.

Le caratteristiche sopra esaminate delle polizze *linked* inducono a considerare, oltre ai profili di tutela del consumatore propri delle c.d. "obbligazioni di risultato", caratteristici delle assicurazioni sulla vita tradizionali e facenti leva su misure tese prioritariamente alla stabilità dell'impresa di assicurazione, anche i profili propri delle c.d. "obbligazioni di mezzi", tipici degli strumenti finanziari e focalizzati su misure volte innanzitutto a garantire la trasparenza.

Le norme a tutela della stabilità dell'impresa di assicurazione prevedono la costituzione degli accantonamenti tecnici, la loro copertura con idonee attività, la costituzione di un livello minimo di margine di solvibilità; quelle a tutela della trasparenza attengono in particolare alla redazione della "nota informativa" e all'adempimento di obblighi informativi successivi alla conclusione del contratto.

4.2. La disciplina originaria.

Il *corpus* normativo originario delle assicurazioni sulla vita era costituito – oltre alle disposizioni contenute nel codice civile e, in parte, già richiamate – dal D. Lgs. 17 marzo 1995, n. 174, attuativo della c.d. "III direttiva vita" (Direttiva n. 92/96/CEE "*che coordina le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta sulla vita e che modifica le direttive 79/267/CEE e*

90/619/CEE”) e regolante l’intera attività assicurativa nei rami vita.

Quanto alle norme codicistiche, in aggiunta al già citato art. 1882 c.c., vale la pena richiamare anche l’art. 1888, comma 1, c.c., il quale – relativamente al requisito di forma – si limita a stabilire che il contratto di assicurazione deve essere provato per iscritto. Si tratta, quindi, di forma richiesta ai fini probatori e non per la validità del contratto.

Relativamente alla normativa specialistica contenuta nel cit. D. Lgs. n. 174 del 1995, la disciplina delle polizze *linked* era contenuta nell’art. 30, nell’ambito delle norme regolanti la copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione, ove si operava una distinzione fra contratti con prestazioni “*direttamente collegate al valore delle quote di un OICVM (organismo di investimento collettivo in valori mobiliari) oppure al valore di attivi contenuti in un fondo interno detenuto dall’impresa di assicurazione*” – cioè i contratti *unit linked* – ed i contratti con prestazioni “*direttamente collegate ad un indice azionario o ad altro valore di riferimento*” – ossia i contratti *index linked* –.

Inoltre, nell’allegato al cit. D. Lgs. n. 174 del 1995 (Tabella A), che conteneva l’elenco dei sei rami nei quali era classificata l’attività delle imprese di assicurazione sulla vita, si precisava che rientravano nel ramo III le assicurazioni sulla durata della vita umana e quelle di nuzialità e natalità, che fossero “*connesse con fondi di investimento*”.

Sebbene la definizione facesse riferimento esclusivamente alle polizze connesse con fondi di investimento (*unit linked*), era intervenuto l’ISVAP stabilendo che dovessero essere classificate nel ramo in questione anche le assicurazioni con prestazioni direttamente collegate a indici o altri valori di riferimento (*index linked*)[8].

L’ISVAP aveva, inoltre, precisato che nel ramo in questione potessero essere collocati – oltre alle assicurazioni di nuzialità e natalità – solo i contratti in cui nella determinazione delle prestazioni fosse effettivamente rilevante la variabile “durata della vita umana” e quindi fosse presente un rischio di carattere demografico a carico dell’impresa di assicurazione[9].

---

[8] Si veda, in particolare, la Circolare ISVAP 25 maggio 1998 n. 332/D, par. “*2) Classificazione all’interno dei rami assicurativi*”.

[9] Cfr. La Circolare ISVAP 25 maggio 1998 n. 332/D, par. “*2) Classificazione all’interno dei rami assicurativi*”.

In tale contesto, il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. Testo unico della finanza) sottraeva i contratti di assicurazione sulla vita con spiccata componente finanziaria – e, cioè, le polizze *linked* – alla disciplina della sollecitazione all'investimento, dell'offerta fuori sede, della promozione e del collocamento a distanza, destinandola – esclusivamente – ai prodotti finanziari (in senso stretto).

In merito alle riserve tecniche, la normativa originaria prevedeva una disciplina specifica. In particolare, queste dovevano essere costituite in ragione del tipo di entità di riferimento; non si rendevano applicabili i principi generali di sicurezza, redditività e liquidità nella gestione delle attività a copertura, nonché quelli di adeguata dispersione e diversificazione degli stessi attivi. Inoltre, qualora fosse prevista una garanzia di risultato dell'investimento o qualsiasi altra prestazione garantita, erano previste riserve tecniche "addizionali"[10].

Pertanto, gli investimenti relativi alle polizze *linked* – da una parte – non erano assoggettati a tutte le regole prudenziali a cui dovevano rispondere gli investimenti ordinari delle compagnie e – dall'altra – erano introdotti fondamentali vincoli nella gestione degli attivi, con l'obiettivo che gli investimenti rappresentassero con la massima approssimazione possibile l'entità di riferimento; ciò in ossequio al principio secondo cui soltanto l'identità o, al limite, una stretta correlazione tra l'andamento del valore di riferimento e quello delle attività detenute dall'impresa di assicurazione avrebbe consentito a quest'ultima di far fronte agli impegni assicurativi (principio del "*close matching*")[11].

Nel caso di polizze *index linked*, attesa la difficoltà di replicare l'andamento di entità esterne all'impresa, le prestazioni dovevano essere collegate esclusivamente a indici o altri valori costruiti su strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati[12].

Per contro, la "riserva addizionale" doveva essere coperta con attività rispondenti ai requisiti ordinari previsti dalla disciplina sulla copertura delle riserve tecniche, al fine di garantire che le attività potessero soddisfare adeguate condizioni prudenziali, secondo i medesimi criteri applicati alle riserve tecniche ordinarie delle

---

[10] Si veda l'art. 30, comma 4, del D. Lgs. n. 174 del 1995.

[11] Cfr. Circolare ISVAP 25 maggio 1998 n. 332/D, par. "*5) Attivi "strutturati" a copertura delle riserve tecniche o utilizzo degli stessi come 'altri valori di riferimento'*".

[12] Cfr. Circolare ISVAP 25 maggio 1998 n. 332/D, par. "*5) Attivi "strutturati" a copertura delle riserve tecniche o utilizzo degli stessi come 'altri valori di riferimento'*".

imprese di assicurazioni.

In particolare, mentre nella gestione degli investimenti effettuati nell'ambito delle assicurazioni sulla vita tradizionali, i derivati potevano essere utilizzati solo quale strumento di protezione del valore del portafoglio e non a copertura delle riserve; per contro, nelle polizze *linked* era prevista una deroga alla regola generale, in quanto il valore dei derivati era considerato ammissibile a copertura, sul riflesso che le prestazioni sono collegate al valore corrente degli investimenti o a valori di riferimento, che – quantomeno in taluni casi – devono essere "replicati".

In ordine alle modalità di determinazione del requisito minimo di patrimonializzazione – il c.d. margine di solvibilità – la discriminante era costituita dalla sussistenza o meno del rischio di investimento a carico dell'impresa.

Al proposito, l'ISVAP aveva precisato che il rischio di investimento può essere articolato in tre distinti profili:

1. rischio di "*performance*", derivante dal rilascio al contraente di una garanzia minima di conservazione del capitale o di interesse;
2. rischio di "base", derivante dal rilascio al contraente di una garanzia di adeguamento del capitale in funzione del valore di un'entità di riferimento, rischio tipico delle polizze *linked*;
3. rischio di "controparte", connesso al merito di credito dell'ente emittente o della controparte degli strumenti finanziari, inclusi quelli derivati, destinati a copertura delle riserve tecniche.

Pertanto, la sussistenza in capo all'impresa di assicurazione del rischio di investimento, con le relative conseguenze a livello di determinazione del margine di solvibilità, prescinde dalla circostanza che – nelle polizze *linked* – il rischio di investimento sia integralmente o parzialmente trasferito a carico dell'assicurato. Infatti, indipendentemente da tale ultima circostanza, qualora sia garantito contrattualmente un minimo (rischio di *performance*) ovvero la garanzia sia determinata sulla base di parametri diversi dal valore degli attivi detenuti dall'impresa (rischio di base), il rischio di investimento – o almeno alcuni dei suoi profili – permane in capo all'impresa di assicurazione[13].

---

[13] E' agevole comprendere il principio sopra affermato nel caso di polizze *index linked*, ove le prestazioni siano direttamente collegate al valore di indici azionari: in tale caso, infatti, sussiste sempre un rischio connesso alla replicabilità del valore dell'indice attraverso la gestione degli

E' bene, peraltro, precisare che – tenuto conto del fatto che le modalità di determinazione del requisito di solvibilità appena illustrate si riferiscono ai contratti classificati nel ramo III – è, per definizione, sempre presente un rischio c.d. demografico, derivante dall'applicazione di una legge di sopravvivenza teorica per la determinazione delle prestazioni dell'impresa di assicurazione e del contraente; rischio connesso, in particolare, alla possibilità di scostamento della sopravvivenza effettiva da quella teorica.

Peraltro, la sussistenza di tale rischio (demografico) non implica necessariamente l'assunzione – da parte dell'impresa di assicurazione – di un rischio di investimento. Infatti, ove quest'ultimo sia trasferito in capo al contraente, l'entità della prestazione dell'impresa di assicurazione – pur correlata al verificarsi di un evento attinente alla vita umana – dipende dal valore dell'unità di conto, la cui variabilità incide in via esclusiva sul contraente.

In questi casi, la normativa sul margine di solvibilità presuppone la presenza del rischio di investimento, sotto forma di rischio di *performance*, ove sia rilasciata a favore del contraente una garanzia minima di conservazione del capitale o di interesse.

Relativamente alle norme poste a tutela della trasparenza, la normativa prevedeva un contenuto minimo delle informazioni da fornire prima della conclusione del contratto, riferite principalmente alla natura delle garanzie offerte, alle modalità e durata del versamento dei premi, all'esistenza di sconti, alle modalità di eventuale assegnazione di utili, alle possibilità di estinzione anticipata del contratto, ai valori di riscatto e riduzione e al diritto di revoca della proposta e di recesso dal contratto[14].

In tale contesto, e sulla base dei principi fissati dalla norma primaria, l'ISVAP aveva fornito regole applicative volte ad armonizzare le disposizioni del decreto con le regole sull'informativa all'assicurato già adottate in relazione alle polizze a prestazione rivalutabile collegate a gestioni separate, per le quali era previsto l'obbligo di consegna al contraente, all'atto della sottoscrizione della proposta di assicurazione, della c.d. nota informativa; documento, quest'ultimo, contenente una serie di indicazioni sulle caratteristiche del contratto e sulle sue prospettive di rendimento[15]. Peraltro, tenuto

---

attivi, anche nel caso in cui si dia corso all'acquisto di titoli strutturati o di strumenti derivati, attesa la permanenza del rischio connesso alla insolvenza della controparte.

[14] Si veda l'art. 109 del D. Lgs. n. 174 del 1995.

[15] Cfr. Circolare ISVAP 17 marzo 1995 n. 249, Allegato n. 1.

conto delle particolarità tecniche delle polizze *linked*, erano state individuate disposizioni specifiche in ordine alle modalità di redazione della nota informativa, in considerazione sia delle differenti modalità di determinazione delle prestazioni sia delle esigenze specifiche di chiarezza e completezza dell'informazione, sotto il profilo della descrizione degli investimenti per le polizze *unit linked* e della illustrazione degli indici o valori di riferimento per le polizze *index linked*[16].

L'ISVAP, inoltre, con la Circolare 24 luglio 2001, n. 451/D aveva precisato che gli indici di riferimento delle polizze *index linked* dovevano soddisfare congiuntamente le seguenti condizioni: a) essere costruiti su strumenti finanziari, come definiti dall'art. 1 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.u.f.) e dai regolamenti di attuazione del citato decreto, quotati su mercati regolamentati; b) essere pubblicati su quotidiani a diffusione nazionale con cadenza coerente con la valorizzazione prevista in polizza; c) essere calcolati da soggetti terzi, indipendenti rispetto all'impresa di assicurazione e agli emittenti gli strumenti finanziari su cui erano costruiti; d) essere calcolati in base a criteri di determinazione, resi disponibili agli interessati, che disciplinassero anche le modalità di sostituzione o eliminazione di alcuni degli strumenti finanziari su cui erano costruiti.

Successivamente, l'ISVAP – con la Circolare 1° marzo 2005, n. 551/D, contenente "*Disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione sulla vita*" – aveva raccolto e riordinato in un unico testo le disposizioni, contenute nelle Circolari emanate negli anni precedenti, relative ai doveri di informativa e di trasparenza in capo alle imprese nei confronti degli assicurati. In particolare, aveva introdotto l'obbligo di predisposizione di una "scheda sintetica", nella quale dovevano essere riportate le caratteristiche essenziali del contratto "*in termini facilmente percepibili dal potenziale contraente*". La scheda sintetica era contenuta in un "*fascicolo informativo*" che comprendeva altresì la documentazione precontrattuale e le condizioni di assicurazione, nonché il "regolamento" del fondo interno per le polizze *unit linked*[17].

---

[16] Cfr. Circolare ISVAP 15 gennaio 1998 n. 317, par. "*B.1) OICVM o fondo interno di riferimento*" e par. "*C.1) Descrizione dell'indice di riferimento*".

[17] Si tratta, in particolare, la Circolare ISVAP 1° marzo 2005, n. 551/D, che ha abrogato le Circolari nn. 249 del 1995, 294 del 1997 e 363 del 1999, nonché la Circolare n. 317/D del 1998. Cfr., in particolare, l'art. 2 "*Documentazione*".

La Circolare da ultimo richiamata prevedeva, inoltre, che l'impresa di assicurazione dovesse consegnare al contraente un fascicolo informativo che comprendesse la scheda sintetica, la nota informativa, le condizioni di assicurazione e il regolamento del fondo interno. Tale documentazione doveva essere redatta con espressioni chiare e sintetiche, affinché il contraente fosse in grado di comprendere il contenuto del contratto che si accingeva a concludere ed, in particolare, le garanzie e gli eventuali rischi finanziari a suo carico. In particolare, la scheda sintetica doveva riportare, con caratteri grafici di particolare evidenza, la ipotesi in cui l'impresa non offriva alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo. In tale ultima ipotesi, la nota informativa doveva rappresentare le tabelle illustrative dei premi.

Ancora, la stessa Circolare poneva l'obbligo – in capo all'impresa di assicurazione – di pubblicare quotidianamente, su almeno un quotidiano a diffusione nazionale e sul proprio sito *internet*, il valore delle quote del fondo di investimento a cui erano collegate le prestazioni delle polizze *unit linked* e di comunicare, tramite dichiarazione specificamente indirizzata ai contraenti, l'eventuale riduzione, al disotto di una certa soglia, del valore delle quote del fondo di investimento o degli indici.

Nel contempo, prevedeva che la nota informativa richiamasse l'attenzione del contraente sui rischi di natura finanziaria a suo carico, fornendogli ogni elemento utile per una consapevole valutazione, e descrivesse chiaramente la garanzia principale e le eventuali prestazioni accessorie o complementari offerte dall'impresa di assicurazione, segnalando la presenza di eventuali garanzie minime di natura finanziaria.

Con particolare riferimento alle polizze *index linked* si prevedeva che la nota informativa descrivesse dettagliatamente, oltre al parametro di riferimento e alla sua modalità di costruzione, anche i meccanismi di collegamento delle prestazioni all'andamento del parametro.

Sempre nell'ottica di una chiara rappresentazione delle prestazioni, le disposizioni richiedevano trasparenza soprattutto per quanto riguarda la determinazione dei valori di riscatto e riduzione e l'indicazione dei costi.

Quanto all'informativa periodica, si prevedeva che, in caso di polizze *unit linked* collegate a fondi interni all'impresa di assicurazione, entro 60 giorni dalla fine di ogni esercizio fosse redatto un rendiconto della gestione del fondo, certificato da una società di revisione e trasmesso all'ISVAP.

Come già si è detto, il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.u.f.) 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*". Pertanto, le polizze *linked* non erano considerate strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 1 del cit. D. Lgs., e il loro collocamento non si configurava come attività di sollecitazione del pubblico risparmio, né come attività di investimento.

Pur tenuto conto di tale ultima norma, vale la pena ricordare che il T.u.f. pone l'obbligo della forma scritta nei contratti di intermediazione finanziaria e rigide norme di comportamento in capo ai soggetti abilitati alla collocazione dei prodotti finanziari. In particolare, l'art. 21 impone ai soggetti abilitati di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, e di acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; e l'art. 23 prevede che i contratti dovessero essere redatti per iscritto.

4.3. La disciplina attuale.

4.3.1 Premessa: le fonti.

La disciplina attualmente in vigore è contenuta nel D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (c.d. Codice delle assicurazioni private). Occorre, peraltro, sottolineare come quest'ultimo non abbia sostituito le norme contenute nel codice civile; anzi, l'art. 165 del cit. cod. ass., rubricato "*Raccordo con le disposizioni del codice civile*", prevede espressamente che, "*fermo restando quanto diversamente disposto dal codice delle assicurazioni, i contratti assicurativi rimangono disciplinati dalle norme del codice civile*". Tale espressa previsione conferma il principio della prevalenza della norma speciale su quella generale.

In tale contesto, la Legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni sulla "*Tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*" ha abrogato la lett. *f*) dell'art. 100 del T.u.f., che – come si è visto – escludeva dall'ambito di operatività delle norme sulla sollecitazione all'investimento dei valori mobiliari i prodotti assicurativi, ancorché quest'ultimi fossero connotati da profili di investimento finanziario. Inoltre, ha introdotto l'art. 25-*bis*, con il quale è stata estesa ai prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione l'applicazione degli artt. 21 e 23 del T.u.f.; attribuendo, nel contempo, alla Consob i poteri di vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva sulla

sottoscrizione e collocamento dei prodotti finanziari assicurativi ad opera delle imprese di assicurazione e dei soggetti abilitati.

Quasi contemporaneamente, il D. Lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, ha introdotto all'art. 1, comma 1, del T.u.f., la lett. *w-bis*) che definisce – quali 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 capitalizzazione. Lo stesso porvvedimento legislativo ha, inoltre, previsto l'assoggettamento dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione alla disciplina dell'art. 30 T.u.f., concernente l'offerta fuori sede dei prodotti finanziari, se collocati da soggetti abilitati, e a quella dell'art. 32, comma 2, T.u.f., relativo alla promozione e al collocamento a distanza dei prodotti finanziari.

4.3.2. Il codice delle assicurazioni private e la normazione secondaria.

Pur mancando una definizione legislativa delle polizze *linked*, il Codice delle assicurazioni private – nella classificazione per rami (art. 2) – ricomprende anche le assicurazioni le cui principali prestazioni sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni – e, cioè, le polizze *unit linked* – ovvero a indici o ad altri valori di riferimento – e, cioè, le polizze *index linked* –.

Sul piano della disciplina, il cit. cod. ass. contiene alcune norme applicabili, in generale, a tutti i prodotti offerti dalle imprese di assicurazione ed altre specificamente dedicate alle polizze *linked*.

Anzitutto, quale norma di carattere generale, l'art. 166 cod. ass. sancisce il principio per cui i contratti di assicurazione ed ogni altro documento devono essere redatti in modo chiaro ed esauriente; da tale norma si ricava la necessità della forma scritta esclusivamente ai fini probatori e non per la validità del contratto.

E' prevista, poi, una serie di disposizioni – contenute nel titolo XIII ("Trasparenza delle operazioni e protezione dell'assicurato") – che riguardano gli obblighi di informazione che le imprese di assicurazione devono adempiere nei confronti degli assicurati; norme che ricalcano, nella sostanza, la disciplina contenuta nel Testo unico bancario e nel Testo unico della finanza, in tema di trasparenza e correttezza delle operazioni.

In particolare, l'art. 185 cod. ass. prevede che le imprese di assicurazione consegnino all'assicurato, prima della conclusione del contratto ed unitamente alle condizioni di assicurazione, una nota informativa, contenente le informazioni che sono necessarie, a seconda delle caratteristiche dei prodotti e dell'impresa di assicurazione, per pervenire ad un fondato giudizio sui diritti e sugli obblighi contrattuali e, ove opportuno, sulla situazione patrimoniale dell'impresa.

La stessa norma, al comma 4, rinvia ai Regolamenti dell'ISVAP 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.

Il successivo art. 178 cod. ass., rubricato "*Inversione dell'onere della prova nei giudizi risarcitori*", stabilisce – in analogia con quanto previsto dall'art. 23 del T.u.f. – 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 di assicurazione è gravata dall'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

In merito alla normazione secondaria, l'ISVAP – con la Circolare n. 551/D del 2005, contenente "*Disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazioni sulla vita*" – ha abrogato – ancora nel vigore della vecchia disciplina – le Circolari nn. 249 del 1995, 294 del 1997 e 363 del 1999.

Inoltre, ha promulgato 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.*".

Ancora, con il Regolamento n. 21 del 2008, ha dettato norme concernenti "*i principi attuariali e le regole applicative per la determinazione delle tariffe e delle riserve tecniche dei rami vita di cui agli articoli 32, 33 e 36 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 – Codice delle assicurazioni private*".

Infine, ha emanato il Regolamento 11 giugno 2009, n. 32 recante la "*Disciplina delle polizze con prestazioni direttamente collegate ad un indice azionario o ad altri valori di riferimento di cui all'articolo 41, comma 2, decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - codice delle assicurazioni private*". Come riferito nella Relazione di accompagnamento,

«*Il Regolamento reca la nuova disciplina delle polizze vita con prestazioni direttamente collegate ad un indice azionario o ad un altro valore di riferimento (c.d.* index linked*).*

L'intervento regolamentare si colloca nell'ambito delle molteplici iniziative di vigilanza assunte dall'Autorità in conseguenza della crisi dei mercati finanziari ed i cui effetti si sono manifestati anche sul settore assicurativo con la crisi di emittenti bancari quali Lehman Brothers *e le banche islandesi. Il Regolamento si pone in continuità con i provvedimenti assunti negli ultimi anni in conseguenza dell'evoluzione del mercato delle* index linked*, come di seguito riportato.*

L'innovazione di prodotto, che ha contraddistinto il settore a partire dalla prima metà degli anni novanta, ha visto la diffusione di queste particolari tipologie di contratti di assicurazione sulla vita, caratterizzate dall'elevato contenuto finanziario delle prestazioni offerte, di norma agganciate a panieri di indici azionari o ad altri valori di riferimento, variamente articolati nella composizione e nelle modalità di partecipazione al rischio di investimento da parte dell'assicurato.

L'industria assicurativa ha in particolare sviluppato fattispecie contrattuali i cui impegni tecnici sono stati replicati mediante l'acquisizione di titoli strutturati o mediante la combinazione di titoli obbligazionari e derivati. Nella maggior parte dei casi gli attivi acquisiti a fronte delle prestazioni indicate in polizza hanno rappresentato il "valore di riferimento" dell'indicizzazione, con il trasferimento del rischio di controparte a carico del contraente e con effetti sulle somme assicurate.

In una prima fase della regolamentazione (circolari ISVAP n. 332/1998 e n. 451/2001) la limitazione dei rischi in capo agli assicurati è stata perseguita dall'Autorità mediante requisiti minimi sui parametri di indicizzazione (riproducibilità, trasparenza, pubblicità dei valori), escludendo alcune tipologie di indici (su merci, su fondi interni assicurativi) e rafforzando i presidi previsti dalla normativa primaria sugli attivi a copertura delle riserve tecniche. Le disposizioni si sono concentrate in particolare sulla sicurezza degli investimenti, mediante l'individuazione di condizioni più restrittive sui soggetti emittenti quali

il possesso di un merito creditizio non inferiore a quello contrassegnato dal simbolo "A-".

Il processo di ingegnerizzazione finanziaria ha tuttavia dato luogo a prodotti di particolare complessità anche dal punto di vista della rappresentazione delle prestazioni contrattuali; l'ISVAP, nel luglio 2003, è intervenuta vietando che le index linked *potessero essere indicizzate, direttamente o indirettamente, a titoli derivanti da cartolarizzazioni ovvero a derivati del credito.*

Alla luce della crisi originata dai mutui subprime*, è indubbio che i contraenti ed il mercato assicurativo abbiano positivamente beneficiato di tale norma che ha consentito di mitigarne l'impatto.*

Nel contempo l'ISVAP si è attivata per definire nuovi standard di trasparenza in materia di informativa precontrattuale. Nel marzo del 2005, con la circolare n. 551, è stata introdotta la redazione della Scheda sintetica, che ha previsto la rappresentazione schematica dei rischi e delle prestazioni assicurative offerte dai contratti nonché l'obbligo di esplicitare in forma tabellare tutti i costi a carico del contraente. L'intervento è stato corredato dalle disposizioni in materia di adeguatezza delle polizze, sancendo il dovere degli intermediari di proporre contratti "adeguati" alle esigenze e ai profili di rischio degli assicurati.

I recenti sviluppi, che hanno fatto registrare l'imprevedibile default di grandi istituti bancari anche con rating investment grade*, inducono l'Autorità ad un nuovo intervento a tutela della massa degli assicurati, il cui obiettivo è volto ad introdurre dei principi che qualifichino maggiormente il ruolo dell'impresa di assicurazione nella ideazione del prodotto, con un ruolo attivo sia nell'individuazione delle misure di indicizzazione proposte sia nella gestione degli investimenti necessari a coprire i rischi assunti.*

In quest'ottica la novità principale del Regolamento è rappresentata dalla disposizione in base alla quale i titoli a copertura delle obbligazioni offerte non possono più rappresentare l'entità di riferimento delle prestazioni ma esclusivamente la copertura finanziaria della compagnia a fronte degli impegni contrattuali. Ciò rende più agevole per le imprese anche la sostituibilità degli asset utilizzati a copertura delle riserve tecniche, in relazione ai quali l'impresa assume il rischio di insolvenza del soggetto emittente. Viene inoltre operato un

intervento mirato ad accrescere la trasparenza degli indici ammissibili prevedendo, tra l'altro, che le azioni o le obbligazioni su cui sono costruiti siano negoziate esclusivamente su mercati regolamentati attivi e liquidi.

Nella stessa direzione opera il principio di semplicità delle modalità di indicizzazione delle prestazioni assicurate, che trova la sua declinazione nel concetto di replicabilità delle medesime attraverso posizioni di investimento in acquisto che non prevedono l'assunzione di posizioni in derivati.

In particolare il principio incide sui pay off *ammissibili e quindi indirettamente anche sui prodotti derivati impiegabili per la copertura delle riserve tecniche che, in base alla normativa vigente, le imprese possono utilizzare solo con le finalità di riduzione del rischio di investimento ovvero di gestione efficace del portafoglio. Sotto tale profilo viene introdotto il principio che le imprese non possono far assumere all'assicurato, attraverso la stipulazione di un contratto* index linked*, un rischio che non potrebbe essere assunto dall'impresa stessa.*

Come più volte segnalato nelle sedi istituzionali, si ritiene inoltre che i prodotti distribuiti debbano recuperare i meccanismi di tutela e garanzia tipici dei contratti di assicurazione, spesso affievoliti in prestazioni demografiche a bassissimo valore aggiunto per gli assicurati. Pertanto, oltre a ribadire che i contratti in argomento devono essere caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte delle compagnie a liquidare prestazioni dipendenti dal rischio demografico, si è intervenuti prevedendo che le imprese, nella determinazione delle coperture assicurative in caso di decesso, tengano conto dell'ammontare del premio versato dal contraente.

In ogni caso l'Autorità auspica un ulteriore arricchimento dell'offerta assicurativa, con coperture volte a qualificare quel ruolo di sicurezza e protezione che viene ricercato dai consumatori anche quando sottoscrivono prodotti di tipo assicurativo-finanziario».

Oltre ai provvedimenti emanati dall'ISVAP, occorre rammentare quelli emanati dalla CONSOB e, in particolare, il Regolamento 29 ottobre 2007, n. 16190 e successive modifiche (c.d. Regolamento Intermediari), il cui libro VI è specificamente dedicato ai prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative; il Regolamento 14 maggio 1999, n. 11971 e successive modifiche (c.d. Regolamento Emittenti); e la Delibera del 3

maggio 2007, n. 15915, con la quale sono state introdotte alcune disposizioni relative ai prodotti finanziari assicurativi[18].

In particolare, il Regolamento emittenti CONSOB che equipara le polizze a contenuto finanziario agli strumenti finanziari, prevede che le imprese di assicurazione debbano predisporre un prospetto d'offerta in linea con le comuni regole sulla sollecitazione al pubblico risparmio dei prodotti finanziari.

Il prospetto è composto dalle seguenti parti:

- Scheda sintetica
- Parte I) - Informazioni sull'investimento e sulle coperture assicurative
- Parte II) - Illustrazione dei dati storici di rischio rendimento e dei costi dell'investimento

  Parte III) - Altre informazioni

Il prospetto informativo deve essere consegnato al sottoscrittore prima dell'investimento insieme alle condizioni contrattuali. Inoltre, nel caso delle polizze *unit linked* vengono consegnati – su richiesta del cliente – anche i regolamenti dei fondi interni cui sono collegate le prestazioni.

Quasi contemporaneamente, il D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, ha dato attuazione alla Direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*).

Quest'ultima prevede un'esenzione per i prodotti di investimento con un contenitore assicurativo, quali le polizze *linked*; ciò sul riflesso che la distribuzione dei prodotti assicurativi è disciplinata dalla Direttiva 2004/39/CE, c.d. Direttiva IMD (Direttiva sull'intermediazione assicurativa).

Tuttavia, in sede di attuazione della Direttiva in Italia le polizze assicurativo-finanziarie sono state assoggettate alle regole di emissione e distribuzione proprie del mercato finanziario, nel caso in cui la loro distribuzione avvenga tramite soggetti abilitati secondo le definizioni del T.u.f.[19].

Ciò è dipeso dalla circostanza che – a seguito della promulgazione della c.d. la

---

[18] In particolare, le imprese di assicurazione, contestualmente all'avvio dell'offerta di polizze *linked*, devono darne comunicazione alla Consob e pubblicare il prospetto informativo redatto in conformità all'apposita disciplina dettata dal suddetto regolamento.

[19] L'applicazione della Direttiva è quindi, limitata al caso in cui le polizze siano distribuite attraverso i canali tradizionali costituiti da agenti assicurativi e *brokers*.

Legge sul risparmio (legge n. 262 del 2005) – le polizze rientranti nel ramo III sono state qualificate come prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione e assoggettate alle regole proprie della sollecitazione del pubblico risparmio.

In tale contesto, la CONSOB – nel Regolamento Intermediari – ha definito per i prodotti finanziari assicurativi particolari obblighi e procedure, che vanno oltre quanto previsto per gli altri strumenti finanziari.

In particolare, l'art. 85, comma 3, del citato Regolamento stabilisce che "*Previamente alla conclusione di qualsiasi contratto avente ad oggetto prodotti finanziari assicurativi, i soggetti abilitati all'intermediazione assicurativa devono, basandosi in particolare sulle informazioni fornite dal contraente, quanto meno precisare le richieste e le esigenze di tale contraente e le ragioni su cui si fonda qualsiasi consulenza fornita su un determinato prodotto della specie. Tali precisazioni si articolano diversamente a seconda della complessità del contratto assicurativo proposto*". Da ciò discende che l'intermediario assicurativo, laddove svolga attività di consulenza, sarà chiamato ad effettuare il c.d. "*test* di adeguatezza".

Il successivo art. 86 comma 2, prevede che "*L'informativa da fornire ai contraenti a norma dell'art 85, commi 2 e 3, deve essere trasmessa su supporto cartaceo o altro supporto duraturo disponibile ed accessibile per il contraente*".

4.3.3. La disciplina integrativa nell'ambito della previdenza complementare.

Le polizze *unit linked* possono essere utilizzate anche nell'ambito dei piani individuali di previdenza (cc.dd. Pip), realizzati mediante contratti di assicurazione sulla vita del Ramo I e del Ramo III[20].

Ai contratti di assicurazione sulla vita dei rami I e III, che attuano Piani di previdenza individuale, trovano applicazione le norme contenute nel D. Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, contenente la disciplina dei fondi pensione.

Tra queste, in particolare, la disposizione secondo cui – per ottenere l'autorizzazione e l'iscrizione all'Albo dei fondi pensione da parte della COVIP – occorre provvedere alla costituzione di un patrimonio separato e autonomo per la

[20] In particolare, l'ISVAP, con Regolamento n. 21 del 2008, art. 8 "*Disciplina applicabile ai piani individuali pensionistici*", ha precisato che "*Le imprese possono realizzare forme pensionistiche individuali mediante contratti di assicurazione sulla vita con prestazioni rivalutabili collegate a gestioni interne separate o mediante contratti di assicurazione* unit linked *oppure mediante contratti che offrono l'abbinamento delle tipologie contrattuali sopradescritte*".

gestione delle risorse[21]; nonché quella in base alla quale i contratti devono essere corredati da un regolamento, redatto sulla base delle direttive emanate dalla COVIP e dello schema da essa predisposto, da una nota informativa e dalle condizioni generali di contratto.

4.4. Un ponte tra il passato e il futuro.

In sede comunitaria, è in corso di revisione la Direttiva IMD (Direttiva sull'intermediazione assicurativa), anche alla luce della revisione – attualmente in corso – della Direttiva MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*).

In tale processo di revisione, si inserisce il recente "*Documento di lavoro dei servizi della Commissione. Sintesi della valutazione d'impatto che accompagna il documento direttiva del parlamento europee del consiglio sull'intermediazione assicurativa*", diramato dalla Commissione Europea in data 3 luglio 2012, nel quale si osserva quanto segue:

> «*Al fine di garantire la coerenza tra i settori, la revisione della direttiva IMD terrà conto della revisione, attualmente in corso, della MiFID, nonché dell'imminente iniziativa PRIPS (prodotti di investimento al dettaglio preassemblati). Ciò significa che, ogniqualvolta si tratta della regolamentazione delle pratiche di vendita di prodotti assicurativi vita con un elemento di investimento (PRIPS assicurativi), la direttiva sull'intermediazione assicurativa deve soddisfare standard di protezione dei consumatori almeno simili a quelli della MiFID rivista. I PRIPS assicurativi sono prodotti di investimento al dettaglio preassemblati come assicurazione vita, come ad esempio i prodotti di assicurazione vita unit-linked.*
>
> *Le norme in tema di protezione dei consumatori per la vendita di PRIP assicurativi non sono sufficienti a livello UE poiché la direttiva IMD 1 non contiene disposizioni speciali per la vendita dei prodotti assicurativi vita complessi contenenti elementi di investimento. Attualmente, tali prodotti sono venduti in base alle regole generali sulla vendita dei prodotti assicurativi, per quanto siano molto diversi per natura e rappresentino rischi più elevati per gli acquirenti non professionali. Nel mercato è stato registrato un gran numero di*

[21] La disciplina è integrata dal Provvedimento ISVAP 10 novembre 2006, n. 2472, contenente disposizioni in materia di costituzione del patrimonio autonomo e separato per le forme pensionistiche individuali attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita.

reclami in merito alla vendita di prodotti di assicurazione unit-linked in molti Stati membri. Vi sono casi dimostrati di arbitraggio normativo dovuto alle differenze nella regolamentazione della vendita dei PRIP attraverso canali di vendita diversi. Il pregiudizio potenziale derivante al consumatore dalla vendita di prodotti di assicurazione vita unit-linked inadeguati potrebbe essere stimato ad un massimo di 1.100 miliardi di euro per l'UE 27. Un aspetto importante è che nel mercato assicurativo, a causa dei costi di uscita e ai costi più elevati dei prodotti, una consulenza inappropriata può portare gli investitori a pagare maggiori commissioni e ad essere vincolati a prodotti per cui si applicano sanzioni di uscita di cui l'investitore non si era reso conto al momento dell'investimento. Naturalmente, sono molti i fattori che incidono sui danni effettivamente subiti dai consumatori, e la consulenza in materia di vendite è solo uno di essi. Tuttavia vi sono elementi che dimostrano che la consulenza è fondamentale per i mercati al dettaglio di prodotti finanziari. Sembra pertanto che la consulenza sia un elemento chiave. Date le dimensioni di questo mercato, i casi di vendita impropria potrebbero avere un grande impatto potenziale sul benessere dei consumatori. In assenza di norme UE, le autorità di regolamentazione hanno risposto chiedendo una maggiore trasparenza dei costi o, se la loro azione riguarda prodotti complessi in generale, fornendo orientamenti in merito all'informativa precontrattuale o chiedendo una moratoria sulla vendita di tali prodotti».

Il comunicato stampa della Commissione Europea in pari data, avente ad oggetto "*Proposte legislative della Commissione per migliorare la tutela dei consumatori nel campo dei servizi finanziari*", riferisce al proposito:

«*La Commissione propone una revisione della direttiva IMD, che attualmente disciplina le pratiche di vendita per tutti i prodotti assicurativi, dai prodotti assicurativi generici quali le assicurazioni automobilistiche o familiari, a quelli contenenti elementi di investimento. In molti casi i consumatori non sono consapevoli dei rischi associati alla sottoscrizione di coperture assicurative. Una consulenza professionale adeguata è fondamentale per le vendite di prodotti assicurativi, tuttavia i recenti sondaggi mostrano che oltre il 70% dei prodotti assicurativi sono venduti senza le opportune consulenze. L'attuale normativa dell'UE non tratta nel dettaglio la vendita dei prodotti assicurativi e*

le norme variano da uno Stato membro all'altro e si applicano esclusivamente agli intermediari.

L'obiettivo della proposta della Commissione è migliorare la tutela dei consumatori nel settore delle assicurazioni creando norme comuni per le vendite di prodotti assicurativi e garantendo una consulenza adeguata. Esso verrà raggiunto mediante il miglioramento della trasparenza e l'istituzione di pari condizioni per le vendite di prodotti assicurativi da parte degli intermediari e le vendite da parte delle imprese di assicurazione. A tal fine, la Commissione propone le seguenti modifiche:

- *si applicherà lo stesso livello di protezione a tutti i consumatori, indipendentemente dal canale attraverso il quale i consumatori acquisteranno un prodotto assicurativo. Se un consumatore acquista un prodotto direttamente da un'impresa di assicurazione o indirettamente da un intermediario (ad esempio un agente o un mediatore), il consumatore beneficerà di un livello di tutela comune che attualmente non esiste, in quanto la direttiva IMD contempla esclusivamente le vendite realizzate da intermediari;*
- *i consumatori riceveranno preventivamente informazioni chiare circa lo statuto professionale di chi vende loro un prodotto assicurativo. Verranno instaurate delle regole per affrontare in maniera più efficace i rischi di conflitto di interessi, compresa la pubblicazione della remunerazione percepita dai venditori di prodotti assicurativi;*
- *le vendite di prodotti assicurativi dovranno essere accompagnate da una consulenza professionale onesta;*
- *sarà più facile per gli intermediari esercitare le proprie attività transfrontaliere, favorendo in tal modo l'emergere di un vero mercato interno dei servizi assicurativi*».

La disciplina attualmente in vigore – pur tenuto conto degli enormi passi fatti nella direzione della tutela dei contraenti – è, quindi, ben lungi dal potersi considerare definitiva.

5. La posizione della dottrina[22].

5.1. Premessa.

Il tema di fondo, costituito dalla corretta qualificazione giuridica delle polizze *linked*, assume rilevanza ai fini dell'individuazione della disciplina applicabile soltanto con riferimento ai contratti stipulati sino alla promulgazione della Legge 28 dicembre 2005, n. 262, la quale ha abrogato la lett. *f*) dell'art. 100 del T.u.f., che – come si è visto – escludeva dall'ambito di operatività delle norme sulla sollecitazione all'investimento dei valori mobiliari i prodotti assicurativi, ancorché quest'ultimi fossero connotati da profili di investimento finanziario, ed ha introdotto l'art. 25-*bis*, con il quale è stata estesa ai prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione l'applicazione degli artt. 21 e 23 del T.u.f.; attribuendo, nel contempo, alla Consob i poteri di vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva sulla sottoscrizione e collocamento dei prodotti finanziari assicurativi ad opera delle imprese di assicurazione e dei soggetti abilitati; nonché del successivo D. Lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, il quale introdotto all'art. 1, comma 1, del T.u.f., la lett. *w-bis*) che definisce – quali 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 – tra l'altro – le polizze *linked*, ed ha previsto l'assoggettamento dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione alla disciplina dell'art. 30 T.u.f., concernente l'offerta fuori sede dei prodotti finanziari, se collocati da soggetti abilitati, e a quella dell'art. 32, comma 2, T.u.f., relativo alla promozione e al collocamento a distanza dei prodotti finanziari.

Le considerazioni che verranno svolte di seguito attengono, quindi, esclusivamente alle polizze *linked* sottoscritte prima della riforma del quadro normativo testé delineato.

5.2. La natura giuridica delle polizze unit linked.

Secondo un primo orientamento, alle polizze *unit linked* sarebbero in ogni caso applicabili le norme del codice civile sul contratto di assicurazione sulla vita, indipendentemente dalla circostanza che il rischio di investimento gravi sul contraente

---

[22] Per una trattazione sistematica dei contratti di assicurazione, si rinvia a IRRERA M., *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, 2ª ediz., in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. 10, Padova, 2011.
Per una trattazione specifica delle polizze *linked*, si veda: PIRAS E., *Le polizze variabili nell'ordinamento italiano*, Milano, 2011.

ovvero sull'impresa di assicurazione, sul riflesso che nel contratto di assicurazione sulla vita sia il rischio demografico sia quello finanziario non sono essenziali[23].

Secondo un altro orientamento, le polizze *linked*, sebbene abbiano un elevato contenuto finanziario, non perdono la natura assicurativa, a condizione che il rischio demografico gravi sull'assicuratore[24].

Infine, un altro orientamento ancora ritiene che, qualora il rischio di investimento sia interamente trasferito in capo al contraente, verrebbe meno la funzione previdenziale del contratto, così da impedirne la qualificazione come contratto assicurativo; con la conseguenza che si sarebbe in presenza di un contratto di investimento in un prodotto finanziario[25].

5.3. La natura giuridica delle polizze index linked.

Considerazioni analoghe a quelle svolte con riferimento alle polizze *unit linked* valgono anche per le polizze *index linked*, giacché anche per queste ultime si pone il problema del soggetto – contraente o impresa di assicurazione – cui viene addossato il rischio finanziario.

5.4. Conclusioni.

Sulla base dell'indagine svolta, attraverso sia l'analisi tecnica sia la ricostruzione del – per così dire – "orientato" *iter* normativo, non si può che concludere nel senso che le polizze *linked* sono caratterizzate da una componente assicurativa e da una componente finanziaria, con pesi dell'una e dell'altra spesso differenti e con opzioni diverse in ordine all'attribuzione del rischio finanziario in capo al contraente e all'impresa di assicurazione. Tra l'altro, quest'ultimo – come si è visto – può essere attribuito interamente al contraente (polizze "pure") ovvero al contraente e all'impresa di assicurazione (polizze "*partial guaranteed unit linked*") ovvero soltanto a quest'ultimo (polizze "*guaranteed unit linked*").

---

[23] In tale senso, VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit linked e Index linked*, in Ass., 2000, I, pp. 233 ss.

[24] Cfr. 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*, in *Dir. ed econom. assicuraz.*, 1992, pp. 123 ss.

[25] Si veda, da ultimo, GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, in *Ass. 2007*, pp. 194 ss.

Per una corretta qualificazione della fattispecie, occorre – quindi – verificare preliminarmente se il "bisogno" al cui soddisfacimento tende il contratto di assicurazione sulla vita sia un bisogno esclusivo – e, cioè, se l'interesse sotteso sia quello di ottenere una somma minima, volta a calmierare le conseguenze derivanti da un evento attinente alla vita umana – ovvero se tale "bisogno" possa essere – per così dire – integrato da un'esigenza di valorizzazione dei premi versati.

All'interrogativo pare debba essere data una risposta univoca: attesa la funzione previdenziale dell'assicurazione sulla vita – che è dato evincere con chiarezza sia dall'analisi tecnica sia dalla genesi del contratto – quella che deve essere soddisfatta è un'esigenza di sicurezza nel caso in cui si verifichi un evento attinente alla vita umana; esigenza che può essere integrata attraverso forme di valorizzazione delle prestazioni dell'impresa di assicurazione, ma che non può essere "contaminata" da una finalità speculativa del tutto assorbente e tale da pregiudicare il bisogno ad esso sotteso e, cioè, quello di ottenere una somma minima[26].

Ove, a seguito dell'indagine circa il contenuto tecnico delle polizze *linked* – in termini sia di peso relativo delle singole componenti, assicurativa e finanziaria, sia di "finalità" intrinseca di quest'ultima –, si pervenga alla conclusione che le stesse debbano essere qualificate alla stregua di contratti con causa mista, la scelta della disciplina di riferimento dipenderebbe dall'adesione alla c.d. teoria dell'assorbimento – in base alla quale troverebbe applicazione la disciplina del tipo prevalente – ovvero a quella della c.d. combinazione – secondo cui si applicherebbe a ciascuna componente (assicurativa e finanziaria) la disciplina sua propria.

6. Il diritto vivente. Casi giurisprudenziali.

6.1. Premessa: uno sguardo oltreoceano.

Le polizze *linked* trovano il loro antecedente storico nei *variable annuity contracts* e nelle *variable life insurance*, nate negli Stati Uniti; tali forme contrattuali erano caratterizzate dal fatto che una parte dei premi, versati dal contraente, veniva impiegata dall'impresa di assicurazione per l'acquisto di valori mobiliari, al cui rendimento si collegava l'entità della rendita o del capitale assicurato.

---

[26] Si veda, al proposito, CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, pp. 95 ss..

La dottrina dell'epoca si era posta il problema se dette polizze, nonostante la loro spiccata componente finanziaria, potessero ancora qualificarsi come contratti di assicurazione ovvero dovessero essere ricomprese nel novero dei prodotti finanziari (le cc.dd. *securities*).

La giurisprudenza – per parte sua – non ha mai preso posizioni univoche, limitandosi ad un approccio pragmatico nei confronti dei molteplici contratti elaborati dalle imprese di assicurazione; parimenti, la *Securities Exchange Commission* (S.E.C.) 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 finanziaria[27].

6.2. Le questioni affrontate dalla giurisprudenza italiana.

La giurisprudenza ha avuto modo di esaminare la natura delle polizze *linked*, giungendo – tra l'altro – alle seguenti conclusioni:

- il Tribunale di. Trani (Sentenza 11 febbraio 2008) – sulla base dell'indicazione contrattuale secondo cui, nel caso concreto, la liquidazione del capitale poteva essere inferiore ai premi conferiti, di talché il Contraente si assumeva il rischio dell'andamento negativo dell'entità di riferimento – ha sancito «*l'assoluta aleatorietà del contratto che, indipendentemente dal* nomen iuris*, si sostanzia nell'acquisto di uno strumento finanziario, ossia una quota di un fondo comune d'investimento, peraltro prevalentemente di natura azionaria con maggiore possibilità di oscillazione del valore sulla base dell'andamento delle borse*»;
- il Tribunale di Busto Arsizio (Sentenza 6 novembre 2009, in *jurisdata*) ha ritenuto che nelle polizze *unit linked* oggetto del contenzioso vi fosse una prevalenza dell'elemento finanziario su quello previdenziale/assicurativo; in particolare, «*Nella pratica si può dire che le polizze* unit linked *sono un modo indiretto di comprare fondi comuni di investimento: infatti, i premi versati dall'assicurato, invece di essere investiti in titoli di Stato e altre obbligazioni a tasso fisso, vengono investiti in fondi, sicché il rendimento della polizza è strettamente legato alla rivalutazione del fondo prescelto*»;
- il Tribunale di Venezia (Sentenza 24 giugno 2010, in *www.ilcaso.it*) ha affermato che ove, nell'ambito di una polizza *index linked*, la prestazione

[27] Per ulteriori approfondimenti, si veda LENER R., *Il prodotto "assicurativo" fra prodotto "finanziario" e prodotto "previdenziale"*, in *Dir. econom. assicuraz.*, 2005, pp. 1236 ss..

dell'impresa di assicurazione non sia legata ad un evento attinente alla vita umana, bensì al valore di strumenti finanziari, la causa del contratto deve ritenersi completamente estranea a quella tipica del contratto di assicurazione; con la conseguenza che, indipendentemente dal *nomen juris* adottato dalle parti, devono essere applicate le norme sull'intermediazione mobiliare, con particolare riferimento a quelle relative alle operazioni inadeguate, nel caso in cui il contraente abbia impegnato nel contratto in oggetto tutto o buona parte del suo patrimonio mobiliare;

- il Tribunale di Parma (Sentenza 10 agosto 2010, in *www.ilcaso.it*) ha ritenuto che non rientri nell'ambito dei contratti di assicurazione sulla vita la polizza che preveda un investimento finanziario non finalizzato a soddisfare principalmente bisogni di carattere previdenziale, la cui redditività sia esclusivamente legata a fenomeni di tipo finanziario – quali indici azionari o rendimenti dei fondi di investimento – e che non assicuri la restituzione alla scadenza del capitale versato;
- il Tribunale di Reggio Emilia (Sentenza 30 agosto 2011, in *www.dirittobancario.it*) – sul presupposto secondo cui le polizze *linked* sono prodotti che, sebbene formalmente rientranti nella categoria delle assicurazioni sulla vita, presentano in realtà caratteristiche profondamente diverse da quelle tradizionali, poiché il loro rendimento è legato ad un fondo di investimento (polizze *unit linked*) o all'andamento di un determinato indice di borsa o paniere di titoli azionari (polizze *index linked*) e può addirittura mancare qualsiasi forma di garanzia in ordine alla restituzione del capitale – ha precisato che le polizze medesime, attesa la loro natura sostanzialmente finanziaria, devono considerarsi soggette al regime previsto nel D. Lgs. n. 58 del 1998, con particolare riferimento agli artt. 21 e ss. per quanto attiene alle norme di comportamento degli intermediari; con la conseguenza che l'impresa di assicurazione ha l'obbligo di informare il contraente circa le caratteristiche della polizza proposta, nonché di valutarne comunque l'adeguatezza rispetto alla propensione al rischio ed all'esperienza in strumenti finanziari del contraente medesimo;
- il Tribunale di Roma (Sentenza 2 maggio 2012, in *www.ilcaso.it*) ha osservato che le polizze *index linked* – pur avendo una elevata componente finanziaria – rimangono comunque prodotti assicurativi sia perché l'impresa di assicurazione

corre il rischio cosiddetto demografico – in quanto la prestazione dipende dal verificarsi di un evento attinente alla vita umana – sia perché il rischio delle perdite finanziarie è sostenuto anche dall'impresa di assicurazione – quantomeno ove si consenta, a determinate condizioni, il riscatto anticipato della polizza –; con la conseguenza che alle polizze *index linked* emesse prima dell'entrata in vigore della modifica introdotta dall'art. 25-*bis* del D. Lgs. n. 58 del 1998 non è applicabile la disciplina degli investimenti in prodotti finanziari.

In particolare, le questioni affrontate dalla giurisprudenza in materia di polizze *linked* hanno riguardato i seguenti aspetti:

- l'invalidità (o l'inefficacia) della clausola che trasferisce sul contraente il rischio d'insolvenza dell'impresa emittente gli strumenti finanziari sottostanti;
- la (ri)qualificazione delle stesse in termini di prodotti finanziari, con il conseguente assoggettamento alla disciplina dettata dal T.u.f., concernente il requisito della forma scritta del c.d. contratto quadro e le norme di comportamento degli intermediari finanziari;
- l'applicabilità alle polizze *linked* dell'art. 1923 c.c., il quale, al primo comma, dispone che le somme dovute dall'impresa di assicurazione al contraente o al beneficiario non possono essere sottoposte ad azione esecutiva o cautelare;
- altre questioni.

Tra le Sentenze che hanno affrontato la questione dell'invalidità (o l'inefficacia) della clausola che trasferisce sul contraente il rischio d'insolvenza dell'impresa emittente gli strumenti finanziari sottostanti, si richiamano:

- Trib. Milano 12 febbraio 2010, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, pag. 63 ss., con nota di Piras, il quale ha dichiarato la vessatorietà della clausole contenuta in una polizza *index linked* che trasferiva sul contraente il rischio dell'inadempimento o dell'insolvenza dell'ente che aveva emesso i titoli collegati alla polizza medesima; dalla mancata approvazione in forma scritta della stessa ha fatto, poi, discendere l'obbligo – in capo all'impresa di assicurazione – di corrispondere al contraente il capitale minimo garantito previsto nel contratto, oltre agli interessi legali e alla rivalutazione monetaria a far tempo dalla scadenza della polizza;

- Trib. Napoli 13 giugno 2011, in *Assic.*, 2011, pag. 751 ss., con nota di Riva, il quale ha espresso il principio secondo cui deve considerarsi vessatoria, in quanto fonte di un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi delle parti, la clausola contenuta in una polizza *index linked* che subordini il pagamento del minimo garantito all'andamento del valore del titolo strutturato di riferimento.

La questione relativa alla (ri)qualificazione delle stesse in termini di prodotti finanziari, con il conseguente assoggettamento alla disciplina dettata dal T.u.f., concernente il requisito della forma scritta del c.d. contratto quadro e le norme di comportamento degli intermediari finanziari è stata affrontata, tra l'altro, da:

- Trib. Milano 23 luglio 2010, in *www.ilcaso.it*, il quale ha osservato – con riferimento ad una polizza *index linked* – che il rispetto del canone della buona fede nello svolgimento delle trattative (art. 1337 c.c.) e delle prescrizioni normative in materia (d.lgs. n. 174 del 1995) imponeva di fornire, in epoca precedente alla conclusione del contratto, l'informativa in ordine alla maggiore complessità e diversificazione dei diversi profili di rischio (Circolare ISVAP n. 451/D del 24 luglio 2001), in modo tale da lasciare al contraente uno spazio di tempo sufficiente per formarsi una corretta rappresentazione degli elementi essenziali dell'operazione, così da colmare le asimmetrie informative eventualmente esistenti e poter effettuare una scelta di negoziazione consapevole; in tale contesto, la semplice dichiarazione «*di aver ricevuto le condizioni contrattuali regolanti il rapporto assicurativo, di averne preso atto ed accettato integralmente le condizioni*», sottoscritta dal contraente al momento della stipula del contratto, non soddisfa tale condizione;
- Trib. Roma 11 aprile 2011, in *www.ilcaso.it*, il quale ha osservato che – qualora in un contratto misto di natura assicurativa e finanziaria sia garantita la restituzione del capitale investito – l'esistenza di una clausola in forza della quale l'impresa di assicurazione dichiari di investire la riserva matematica in obbligazioni (nella specie *Lehman Brothers*), non consente a quest'ultima di rifiutare il rimborso del capitale nell'ipotesi l'emittente divenga insolvente;
- Trib. Napoli 13 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*, il quale – con riferimento ad una polizza *index linked* – ha affermato il principio secondo cui gli obblighi informativi non sono rispettati se il contraente, contestualmente alla

sottoscrizione della proposta contrattuale, si è limitato a dichiarare – su di un modulo prestampato – «*di aver ricevuto le condizioni contrattuali regolanti il rapporto assicurativo, di averne preso atto e di accettarle integralmente*»; infatti, affinché il contraente di un contratto complesso possa operare una scelta realmente informata e consapevole, oltre a ricevere un'informativa dettagliata, deve anche poter disporre del tempo sufficiente per «*formarsi una rappresentazione veritiera, quanto meno, degli elementi essenziali concernenti la specifica operazione che va a concludere*», colmando così le eventuali asimmetrie informative;

- Trib. Napoli 13 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*, il quale ha riconosciuto la natura abusiva della clausola che rimetteva alla facoltà dell'intermediario di subordinare il pagamento del minimo garantito all'andamento del valore del titolo strutturato di riferimento, poiché la stessa determinava, in danno del consumatore, un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto;
- Trib. Ferrara 27 giugno 2011, in *Assic.*, 2011, pag. 761 ss., con nota di Riva, il quale ha affermato che la distribuzione di polizze *linked* da parte di una banca per conto di un'impresa di assicurazione – polizze caratterizzate dalla natura mista della causa contrattuale, quasi completamente estranea a quella del contratto di assicurazione – discende la necessità di applicare la disciplina del negozio prevalente, ossia quella relativa all'intermediazione mobiliare, con il conseguente obbligo della sottoscrizione del c.d. "contratto-quadro" previsto dall'art. 23 del D. Lgs. n. 58 del 1998 e dall'art. 30 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998; infatti, sebbene il D. Lgs. n. 303 del 2006 – che ha aggiunto all'art. 1, comma 1, del D. Lgs. n. 58 del 1998 la lett. *w-bis*), che contempla espressamente "*i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione*" nell'ambito della disciplina dell'intermediazione mobiliare – sia entrato in vigore dopo la stipulazione della polizza oggetto di contenzioso, quest'ultima rientra già a pieno titolo tra "*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*" di cui alla lett. *u*) del medesimo art. 1, comma 1, con la conseguenza che, dalla mancanza di forma scritta del c.d. contratto quadro, deve essere dichiarata la nullità del rapporto negoziale e riconosciuto l'obbligo, da parte dell'impresa di assicurazione, di restituire al contraente i premi versati, oltre agli interessi legali;

- Tribunale di Parma, Ord. 17 novembre 2011, in *www.dirittobancario.it*, con la quale la banca è stata condannata a risarcire al contraente il danno conseguente alla sottoscrizione di una polizza *unit linked*, sul riflesso che la stessa non aveva adempiuto – nella fase precontrattuale – all'obbligo di assumere da quest'ultimo – ai sensi dell'art. 28 del Regolamento Intermediari 11522 del 1998, all'epoca vigente – le informazioni sulla sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, sulla sua situazione finanziaria, sui suoi obiettivi di investimento, nonché sulla sua propensione al rischio;
- Giudice di Pace di Palermo, 25 gennaio 2012, in *Contratti*, 2012, pag. 357 ss., con nota di Sangiovanni, il quale ha sancito il principio secondo cui, ove – nell'ambito di una polizza *linked* – le prestazioni dell'impresa di assicurazione siano direttamente collegate al valore di strumenti finanziari e non vi sia la garanzia di restituzione del capitale versato, la polizza stessa – indipendentemente dal *nomen iuris* – è assimilabile ad un prodotto finanziario, giacché – in tale ipotesi – la componente assicurativa del contratto risulta compressa o addirittura assente; pertanto, in applicazione della disciplina del negozio prevalente, devono essere osservate le prescrizioni del T.u.f., e, in caso di mancata sottoscrizione da parte della cliente del contratto quadro ex art. 23 del D. Lgs. n. 58 del 1998 ed ex art. 30 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, la polizza è affetta da nullità, con obbligo – in capo all'impresa di assicurazione – di restituire i premi versati;
- Trib. Parma, 30 gennaio 2012, il quale – con un'ordinanza ai sensi dell'art. 702-*ter* c.p.c. – ha attribuito natura esclusivamente finanziaria ad una polizza assicurativa, connessa con un fondo gestito da una banca islandese finita *in default*, con conseguente applicazione della normativa in materia d'intermediazione finanziaria, ossia – *ratione temporis* – il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, anche se, solo successivamente alla stipulazione della polizza – con l'art. 3 del D. Lgs. n. 303 del 2006 – è stata introdotta, nell'art. 1, lett. *w-bis*), del D. Lgs. n. 58 del 1998, la definizione di "*prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione*"; la banca collocatrice è stata, quindi, condannata al risarcimento dei danni pari ai premi versati, maggiorati di interessi, rivalutazione monetaria e spese di lite; per contro, in ordine alla questione della nullità per difetto della prevista dall'art. 23 del D. Lgs. n. 58 del 1998, non essendo stato

sottoscritto dalle parti un contratto quadro (c.d. *master agreement*), ha ritenuto che non potesse essere dichiarata sulla base dell'art. 30, comma 3, Reg. Consob n. 11522/98 (all'epoca vigente), ai sensi del quale la preliminare sottoscrizione del contratto quadro era da escludersi per i servizi di collocamento.

Tra le Sentenze che hanno affrontato la questione relativa all'applicabilità alle polizze *linked* dell'art. 1923 c.c., il quale, al primo comma, dispone che le somme dovute dall'impresa di assicurazione al contraente o al beneficiario non possono essere sottoposte ad azione esecutiva o cautelare, si richiamano:

- Trib. Parma, 10 agosto 2010, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, I, pag. 189 s., con nota di Palmentola, secondo cui il divieto di azione esecutiva e cautelare previsto dall'art. 1923 c.c. non si applica alle polizze *unit linked* e *index linked*, qualora le stesse non assolvano ad una funzione previdenziale, tipica delle assicurazioni sulla vita, bensì costituiscono veri e propri investimenti finanziari;
- Trib. Cagliari, 2 novembre 2010, in *Riv. giur. sarda*, 2011, I, pag. 387 ss., con nota di Landini, il quale ha affermato che la previsione generale contenuta nell'art. 2 del D. Lgs. n. 209 del 2005 – in ordine alle polizze *linked* – non determina l'inclusione automatica di tali polizze nello schema legale del contratto di assicurazione, dovendo essere previsto – sin dalla stipula del contratto – il trasferimento del rischio dal contraente all'impresa di assicurazione; pertanto, rientrano nella fattispecie tipica del contratto di assicurazione sulla vita le polizze che operano la sostituzione della prestazione fissa dell'assicuratore con una variabile, agganciata a parametri di mercato, ma in cui sia comunque presente il rischio demografico; infatti, in tale caso – pur attuandosi un parziale trasferimento dall'impresa di assicurazione al contraente del rischio relativo al valore finale della prestazione – il contratto mantiene comunque una funzione assicurativa; per contro, nel caso in cui l'impresa di assicurazione incassi il premio intero all'atto della sottoscrizione e si obblighi al pagamento della prestazione all'atto della morte del contraente (caso di "morte a vita intera") – e, cioè, praticamente ad evento certo – il rischio demografico è totalmente inesistente ed il rischio di investimento è completamente a carico del contraente, giacché l'obbligazione dell'impresa di assicurazione è limitata al pagamento del valore del capitale investito al momento dell'evento, sulla base

del valore assunto dagli indici di riferimento; pertanto, tale contratto deve essere più propriamente inquadrato nello schema di acquisto di prodotti finanziari, con la conseguenza che non può essere applicato l'art. 1923, c.c., il quale sottrae al pignoramento le somme dovute dall'impresa di assicurazione al contraente.

Le questioni ulteriori sono state affrontate, tra l'altro, da:

- Trib. Milano 23 luglio 2010, in *www.ilcaso.it*, il quale ha precisato che le domande di annullamento e di risoluzione di una polizza *index linked* emessa da un'impresa di assicurazione per il tramite di una banca devono essere proposte nei confronti della prima, mentre contro la banca può essere esclusivamente proposta la domanda di accertamento dell'eventuale responsabilità extracontrattuale e precontrattuale per violazione dei doveri informativi e di buona fede;
- Trib. Padova 23 novembre 2010 e 4 giugno 2011, in *www.dirittobancario.it*, in cui è stata ritenuta fondata la domanda di nullità di una polizza *unit linked* per indeterminatezza dell'oggetto del contratto (di assicurazione) ai sensi art. 1418, comma 2, c.c., sul riflesso che la linea di investimento scelta dal contraente nella "*proposta di assicurazione*" non risultava né presente fra quelle indicate come disponibili dal contratto, né minimamente descritta nella nota informativa allegata al contratto; alla restituzione delle somme versate sono state condannate in solido l'impresa di assicurazione e il gestore del fondo assicurativo.

La sintesi fra le diverse pronunce, peraltro caratterizzate – come si è visto – da sostanziale omogeneità, è stata recentemente effettuata dalla Suprema Corte, la quale – con Sentenza 21 maggio 2012, n. 6061, in *www.dirittobancario.it* – ha affermato il principio secondo cui, nel caso di un contratto stipulato prima dell'entrata in vigore della Legge n. 262 del 2005 e del D. Lgs. n. 303 del 2006 – ove sia stabilito che le somme corrisposte dal contraente a titolo di premio vengano versate in un fondo di investimento interno o esterno all'impresa di assicurazione e che alla scadenza del contratto o al verificarsi dell'evento in esso dedotto quest'ultima sia tenuta a corrispondere al contraente una somma pari al valore delle quote del fondo al momento stesso (polizze denominate *unit linked*) – il giudice del merito, al fine di stabilire se l'impresa di assicurazione, l'intermediario ed il promotore abbiano violato le regole di leale comportamento previste dall'art. 1337 c.c. e dalla normativa speciale, deve

interpretare il contratto al fine di stabilire se esso – aldilà del *nomen iuris* attribuitogli – sia da identificare effettivamente come polizza assicurativa sulla vita – in cui il rischio derivante da un evento attinente alla vita dell'assicurato è assunto dall'assicuratore – oppure si concretizzi nell'investimento in uno strumento finanziario – in cui il rischio c.d. di *performance* sia addossato per intero sul contraente –.

Per contro, sempre recentemente la Corte di Giustizia dell'Unione Europea – con Sentenza 1° marzo 2012, C-166-11, in *www.dirittobancario.it* – nell'affrontare il "perimetro" di applicazione dell'art. 3, par. 2, lett. *d*), della Direttiva 85/577 (relativa alla tutela dei consumatori in caso di contratti negoziati fuori dei locali commerciali) – ha ritenuto che la qualificazione di una polizza *unit linked* come "*contratto d'assicurazione*", ai sensi della Direttiva 85/577, debba ritenersi corretta; e ciò sul riflesso che, già prima dell'entrata in vigore della Direttiva 85/577 le assicurazioni collegate a fondi d'investimento erano considerate – conformemente all'art. 1, punto 1, lett. *a*), della Direttiva 79/267, nonché al punto III dell'allegato alla medesima – come rientranti in un ramo dell'assicurazione sulla vita, e tale nozione non è stata modificata dalla Direttiva 85/577.

7. L'istruttoria e la consulenza tecnica.

7.1. Premessa.

Come sottolineato dalla Suprema Corte, l'individuazione della disciplina applicabile alle polizze *linked* sottoscritte prima della modifica apportata al Testo Unico della Finanza dalla Legge sul Risparmio discende da una corretta qualificazione della fattispecie sulla base delle caratteristiche tecniche delle polizze medesime.

7.2. La disciplina applicabile.

Tenuto conto della stratificazione di norme primarie e secondarie che hanno disciplinato – nel corso del tempo – le polizze *linked*, anche al fine di individuare la disciplina applicabile *ratione temporis*, pare opportuno richiamarne la sequenza cronologica:

- Direttiva n. 92/96/CEE in materia di assicurazione diretta sulla vita (c.d. "III direttiva vita").
- D. Lgs. 17 marzo 1995, n. 174, attuativo della Direttiva n. 92/96/CEE.

- Circolare ISVAP 17 marzo 1995, n. 249, avente ad oggetto "*Art. 109 del decreto legislativo n. 174 del 17 marzo 1995: obblighi di informativa nei contratti di assicurazione sulla vita*".
- Circolare ISVAP 4 febbraio 1997, n. 294, avente ad oggetto "*Nuovi criteri di redazione dei progetti esemplificativi contenuti nelle note informative relative a polizze di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione a prestazioni rivalutabili*".
- Circolare ISVAP 16 febbraio 1999, n. 363 D, avente ad oggetto "*Tassi di rendimento da utilizzare nella redazione dei progetti esemplificativi contenuti nelle note informative relative a polizze di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione rivalutabili. Doppia indicazione, in EURO e nelle unità monetarie nazionali, degli importi indicati nei progetti esemplificativi e negli altri documenti inviati agli assicurati*".
- Circolare ISVAP 15 gennaio 1998, n. 317, avente ad oggetto "*Modalità di redazione della nota informativa e altre disposizioni relative ai contratti con prestazioni legate a fondi di investimento ovvero ad un indice azionario o altro valore di riferimento (art. 30 del d.lgs. 174/95)*".
- D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58, "*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli arti- coli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*" (c.d. "Testo unico della finanza").
- Circolare ISVAP 25 maggio 1998, n. 332/D, avente ad oggetto "*Contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione con prestazioni collegate a fondi di investimento o ad indici azionari o altri valori di riferimento*".
- Regolamento CONSOB 14 maggio 1999, n. 11971 e successive modifiche (c.d. Regolamento Emittenti).
- Circolare ISVAP 24 luglio 2001, n. 451/D, avente ad oggetto "*Polizze con prestazioni direttamente collegate ad un indice azionario o altro valore di riferimento (art. 30, comma 2, d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174).* *Disposizioni in materia di costituzione del margine di solvibilità per i contratti inclusi nel ramo III di cui al punto A) della tabella allegata al d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174*".
- Direttiva 2002/92/CE sulla intermediazione assicurativa.

- Circolare ISVAP 21 febbraio 2002, n. 474/D, avente ad oggetto "*Contratti di cui all'art. 30, comma 1, del d.lgs. 17 marzo 1995 n. 174: disciplina dei prodotti assicurativi collegati a fondi interni o ad OICR*".
- Direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*).
- Circolare ISVAP 1° marzo 2005, n. 551/D, contenente "*Disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione sulla vita*".
- D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (c.d. Codice delle assicurazioni private).
- D. Lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (c.d. Codice del Consumo);
- D. Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, contenente la Disciplina delle forme pensionistiche complementari.
- Legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni sulla "*Tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*".
- D. Lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, avente ad oggetto "*Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.)*".
- Regolamento ISVAP 16 ottobre 2006, n. 5, concernente "*La disciplina dell'attività di intermediazione assicurativa e riassicurativa di cui al titolo ix (intermediari di assicurazione e di riassicurazione) e di cui all'articolo 183 (regole di comportamento) del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - codice delle assicurazioni private*"
- Provvedimento ISVAP 10 novembre 2006, n. 2472, contenente "*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*".
- D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, avente ad oggetto l'"*Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE*".
- Regolamento CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16190 e successive modifiche (c.d. Regolamento Intermediari).

- Regolamento ISVAP 28 marzo 2008, n. 21, "*Regolamento concernente i principi attuariali e le regole applicative per la determinazione delle tariffe e delle riserve tecniche dei rami vita di cui agli articoli 32, 33 e 36 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 – Codice delle assicurazioni private*".
- Regolamento ISVAP 11 giugno 2009, n. 32, "*Regolamento recante la disciplina delle polizze con prestazioni direttamente collegate ad un indice azionario o altro valore di riferimento di cui all'articolo 41, comma 2, decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - codice delle assicurazioni private*".
- Regolamento ISVAP 26 maggio 2010, n. 35 "*Regolamento concernente la disciplina degli obblighi di informazione e della pubblicità dei prodotti assicurativi, di cui al titolo XIII del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - Codice delle Assicurazioni Private*".

7.3. Le ipotesi di responsabilità.

Preliminarmente, occorre rammentare il contenuto dell'art. 23, comma 6, T.u.f., ai sensi del quale «*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*»; da cui si desume l'inversione dell'onere della prova a carico dell'intermediario. Tale previsione – come si è detto – trova riscontro nell'art. 178 cod. ass., ove si stabilisce che l'impresa di assicurazione è onerata della prova di aver gestito il capitale versato a titolo di premio con la diligenza richiesta dalla specifica attività; cui fa da corollario la previsione contenuta nel Regolamento ISVAP 1° marzo 2005 circa l'obbligo dell'impresa di assicurazione di informare il contraente della diminuzione della polizza sotto il trenta per cento del capitale investito.

Detto ciò, si richiamano le ipotesi di responsabilità prospettate dalla giurisprudenza prima dell'entrata in vigore della Legge n. 262 del 2005 e del D. Lgs. n. 303 del 2006, ma che potrebbero – almeno in parte – valere per le polizze sottoscritte anche successivamente:

- in primo luogo, è stata individuata un'ipotesi di responsabilità precontrattuale ai sensi degli artt. 1337 e 1338 c.c., nonché della normativa speciale, nel caso di lesione del diritto del contraente alla corretta informazione prodromica alla conclusione del contratto; al proposito, come si è già detto, la giurisprudenza – sul riflesso che in tema di polizze *index*

linked la Circolare ISVAP 24 luglio 2001, n. 451/D, tenuto conto della complessità e diversificazione dei profili di rischio derivanti dalla stipulazione di tali contratti, ha sottolineato l'esigenza di un'informativa precontrattuale sulla base di una nota informativa dettagliata – ha osservato che: «*E' chiaro, pertanto, che alla luce della predetta normativa specifica e più in generale del fondamentale canone di buona fede che deve essere osservato ex art. 1337 c.c. nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, non è sufficiente che contestualmente alla sottoscrizione della proposta contrattuale il cliente dichiari, su un modulo prestampato, "di aver ricevuto le Condizioni contrattuali regolanti il rapporto assicurativo, di averne preso atto e di accettarle integralmente": sarebbe, difatti, del tutto inutile ai fini di una scelta realmente informata e consapevole di acquisto che il cliente (...) riceva l'informativa dettagliata scritta solo contestualmente alla sottoscrizione del contratto ovvero in precedenza ma con un tempo non sufficiente per formarsi una rappresentazione veritiera e corretta quanto meno degli elementi essenziali concernenti la specifica operazione che va a concludere*» (così Trib. Milano 12 febbraio 2010, cit.; ma si veda, altresì, Cass. 21 maggio 2012, n. 6061, cit.);

- in secondo luogo, la giurisprudenza – come si è visto – ha più volte individuato una responsabilità (precontrattuale) in capo all'impresa di assicurazione, nel caso in cui quest'ultima non abbia acquisito la sottoscrizione del "contratto quadro" da parte del contraente, in presenza di polizze *linked* assimilabili a prodotti finanziari (tale ipotesi è sostanzialmente condivisa da tutta la giurisprudenza di merito);
- infine, potrebbe essere prospettata una responsabilità – questa volta contrattuale – nel caso di violazione delle norme imperative che disciplinano il compimento delle singole operazioni di investimento, giacché – in tale caso – l'inadempimento sarebbe successivo alla conclusione del contratto quadro di negoziazione ed avrebbe natura attuativa di obblighi assunti dall'impresa di assicurazione all'atto della sottoscrizione di tale contratto.

In tale contesto, il contraente è chiamato a dimostrare la sussistenza di un nesso causale tra la violazione dell'obbligo informativo o comportamentale ed il danno; e così

dovrebbe, ad esempio, dimostrare che, se avesse avuto informazioni complete da parte dell'impresa di assicurazione, non avrebbe sottoscritto la polizza (Trib. Venezia, 24 giugno 2010, cit.).

7.4. La quantificazione del danno.

In merito ai criteri di quantificazione del danno, si potrebbe prendere le mosse dalle Sentenze sopra richiamate, dalla Sentenza della Suprema Corte in materia di determinazione del "maggior danno" (Cass. S.U. 16 luglio 2008, n. 19499) e da qualche ulteriore considerazione di carattere finanziario.

La giurisprudenza sopra richiamata ha, normalmente, liquidato il danno in misura pari alla rivalutazione e agli interessi legali (oltre alle spese).

Il cumulo della rivalutazione e degli interessi legali persegue l'obiettivo di reintegrare il contraente nella stessa situazione patrimoniale nella quale si sarebbe trovato se il danno non fosse stato prodotto, ove la rivalutazione costituisce una riespressione a valori attuali del capitale originario – cioè non "contaminato" dall'effetto inflattivo – e gli interessi legali rappresentano la compensazione del danno subito a causa del ritardo nella corresponsione del capitale originario.

Al proposito, occorre sottolineare come – da un punto di vista strettamente finanziario – il risultato che si ottiene per effetto del "cumulo" della rivalutazione monetaria e degli interessi legali conduce soltanto ad un'approssimazione dell'interesse "reale" e, cioè, di una grandezza compensativa depurata dagli effetti dell'inflazione. Infatti, non è assolutamente detto che il tasso di interesse legale esprima un tasso di interesse reale e non risenta – in senso positivo o negativo – del tasso di inflazione.

Ma se la funzione degli interessi legali è quella di compensare il danno subito a causa del ritardo nella corresponsione del capitale originario, bisogna forse richiamare la Sentenza della Cassazione, ove – seppure nel contesto dei debiti di valuta – si osserva che: «*la più comune e prudente forma di investimento del denaro ha una redditività superiore al tasso dell'interesse legale, con la conseguenza che, per il debitore di un'obbligazione pecuniaria, in linea di massima continua a poter essere economicamente conveniente non adempiere tempestivamente, così lucrando la differenza tra quello che è agevolmente in grado di ricavare dal denaro non versato al creditore durante la mora debendi e quello che dovrà al creditore quando adempirà la propria obbligazione*». Sulla base di tale premessa, la Suprema Corte esprime il principio secondo cui «*nelle obbligazioni pecuniarie, in difetto di discipline particolari*

dettate da norme speciali, il maggior danno di cui all'art. 1224 c.c., comma 2 (rispetto a quello già coperto dagli interessi legali moratori non convenzionali che siano comunque dovuti) è in via generale riconoscibile in via presuntiva, per qualunque creditore che ne domandi il risarcimento – dovendo ritenersi superata l'esigenza di inquadrare a tale fine il creditore in una delle categorie a suo tempo individuate – nella eventuale differenza, a decorrere dalla data di insorgenza della mora, tra il tasso del rendimento medio annuo netto dei titoli di Stato di durata non superiore a dodici mesi ed il saggio degli interessi legali determinato per ogni anno ai sensi dell'art. 1284 cod. civ., comma 1».

Ci si dovrebbe, pertanto, interrogare se – nelle controversie in materia di polizze *linked* – possa essere in qualche modo "adattato" il principio espresso dalla Suprema Corte in ordine all'opportunità di sostituire il tasso di rendimento dei titoli di Stato al tasso legale, attesa la maggiore rappresentatività del primo. Peraltro, occorrerebbe – forse – operare la scelta del tasso di riferimento alla luce dell'intervallo di tempo intercorso fra la sottoscrizione della polizza e la domanda risarcitoria, e, cioè, adottare un tasso di interesse di breve termine o di medio termine a seconda dei casi; ciò sul riflesso che – come è noto – può essere significativamente diverso il tasso dei B.O.T. rispetto a quello dei B.T.P.. La soluzione più semplice – tenuto conto dell'intervallo di tempo normalmente di medio termine – consisterebbe, peraltro, nell'adozione del c.d. "Rendistato", indice calcolato dalla Banca d'Italia sulla base di un paniere composto da tutti i Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) quotati sul Mercato Obbligazionario Telematico (MOT) e aventi vita residua superiore ad un anno.

Tuttavia, anche utilizzando un tasso di interesse maggiormente espressivo del rendimento ritraibile da un investimento alternativo, non si perverrebbe ad un completo ristoro del danno subito dal contraente, giacché non si terrebbe conto del vantaggio – economicamente e finanziariamente corretto – ritraibile dal reinvestimento, di anno in anno, dei frutti di tale investimento alternativo. Occorrerebbe, quindi, maggiorare il risultato derivante dall'applicazione cumulata della rivalutazione e degli interessi compensativi attraverso la loro "capitalizzazione", così da poter tenere conto della misura del danno "reale" cagionato al contraente.

In merito all'eventuale sussistenza di un eventuale danno non patrimoniale, pare opportuno richiamare quanto affermato dal Tribunale di Milano (Sentenza 12 febbraio 2010), ove – con riferimento ad una polizza *linked* – ha espresso il seguente principio:

«*Al riguardo pertanto, ricorrendone i presupposti, come anche di recente statuito dalla Suprema Corte in ordine alla risarcibilità dei danni conseguiti alla violazione della norma di buona fede, va considerato che l'attore ha patito di tutta evidenza un pregiudizio patrimoniale e non; il primo è legato alla ritardata possibilità di disporre dell'importo costituito dal capitale minimo garantito, ma soprattutto, tenendo in conto che una polizza vita risponde all'esigenza del contraente di tutelate i suoi risparmio e svolge i una funzione previdenziale con connotazione pensionistica, ha sottratto all'attore, ormai non più giovanissimo, la garanzia di poter disporre di mezzi proprio nel momento in cui ne potrebbe avere maggior bisogno, per cui si presume che sia stato costretto a procurarsi in altro modo introiti a copertura di quelli ormai incerti, che era riuscito ad accantonare; il pregiudizio non patrimoniale consiste invece nella naturale frustrazione che il rifiuto della soci' 'età gli ha procurato, nella ansia ed apprensione per il suo futuro e quello dei suoi cari, nello stato di angoscia e di rabbia che procura l'illecita sottrazione di una così ingente somma che riteneva invece di avere posto in sicurezza*».

In senso contrario si è espresso l'Arbitro Bancario Finanziario (Decisione 26 marzo 2010, n. 169), in cui il ricorrente – nell'ambito di un contratto bancario – «*imputando alla banca inadeguata diligenza professionale ex art.1176, comma 2 c.c. – per non avere tempestivamente rilevato l'anomalia delle operazioni di prelievo eseguite sul suo conto – lamentava un danno non patrimoniale conseguente ad "ansia, turbamento, grave limitazione del diritto di autodeterminazione"*». Il Giudice adito si è pronunciato nei seguenti termini: «*A questo riguardo, è pertinente il richiamo alla pronuncia della Cassazione a Sezioni Unite n. 26972/2008 che, offrendo un'interpretazione costituzionalmente orientata dell'art. 2059 c.c., condiziona la risarcibilità del danno non patrimoniale derivante dalla lesione di un diritto della persona - nei casi in cui tale risarcibilità non sia prevista espressamente dalla norma - alla sussistenza di tre condizioni: a) che l'interesse leso abbia rilevanza costituzionale; b) che la lesione dell'interesse leso sia grave, nel senso che l'offesa superi una soglia di minima tollerabilità; c) che il danno non sia futile, ossia che non consista in meri disagi o fastidi". Nella fattispecie in esame, valutando le allegazioni fattuali che il ricorrente ha enumerato a corredo della domanda risarcitoria, alla luce del principio giurisprudenziale innanzi richiamato, non vi è alcun dubbio che la pretesa risarcitoria*

risulti infondata in quanto carente delle tre circostanze condizionanti la risarcibilità del danno non patrimoniale esistenziale».

7.5. La consulenza tecnica.

Ove si ritenga di conferire incarico di consulenza tecnica d'ufficio, in ambito civilistico, i quesiti potrebbero essere i seguenti.

«*Il Consulente Tecnico d'Ufficio, letti gli atti e i documenti di causa, predisponga analitica relazione scritta sui seguenti quesiti:*

- *descriva le caratteristiche tecniche delle Polizze sottoscritte dal Contraente;*
- *descriva le prestazioni del Contraente e specifichi se esse siano consistite in un premio unico ovvero in premi ricorrenti, quantificandone l'ammontare complessivo;*
- *descriva le prestazioni dell'Impresa Assicurativa e ne illustri i criteri di calcolo;*
- *specifichi se il rischio finanziario sia stato, in tutto o in parte, trasferito sul Contraente;*
- *specifichi se le Polizze incorporassero o meno il rischio demografico;*
- *valuti se, nella struttura delle Polizze, fosse prevalente la "componente assicurativa" ovvero la "componente finanziaria";*
- *accerti se – all'atto della sottoscrizione delle Polizze – siano state rispettate le prescrizioni dettate dall'ISVAP, con riguardo alle Polizze in esame, e dalla CONSOB, relativamente ai prodotti finanziari;*
- *in particolare, accerti se la sottoscrizione delle singole Polizze sia avvenuta in esecuzione di un contratto quadro di negoziazione, sottoscrizione, collocamento e raccolta ordini concernenti valori mobiliari e se il contratto quadro sia stato preceduto dall'acquisizione del profilo di rischio del Contraente;*
- *verifichi se sia stato consegnato al Contraente, all'atto della sottoscrizione, il documento concernente i rischi di ciascun investimento;*
- *verifichi la coerenza di ciascuna Polizza con le esigenze e il profilo di rischio del Contraente;*

- *accerti se – nel corso del rapporto – il livello di informazione sia stato adeguato e tempestivo rispetto al reale livello di competenza del Contraente, con particolare riguardo alle modalità di verifica dei rendimenti;*
- *quantifichi l'ammontare delle commissioni e dei costi di gestione e verifichi se gli stessi fossero adeguati rispetto al risultato prevedibile delle Polizze;*
- *quantifichi il risultato complessivo della gestione, distinguendo – da una parte – le prestazioni del Contraente e – dall'altra – quelle dell'Impresa di Assicurazione, suddividendole per singole voci;*
- *verifichi se il risultato complessivo della gestione sia stato coerente con il profilo di rischio del Contraente e con le aspettative che questo riponeva nelle Polizze;*
- *illustri quale sarebbe stato il risultato della gestione, ove il Contraente avesse investito le somme versate in titoli di Stato, utilizzando – per la relativa quantificazione – l'indice "Rendistato";*
- *effettui lo stesso calcolo di cui al punto precedente, capitalizzando – al termine di ciascun anno solare – gli interessi che sarebbero stati ritratti dall'investimento alternativo.*