

*“La materia (...) sembra quasi sfuggire dalle mani dell’interprete ed assai spesso avviene che il dubbio costituisca non il punto di partenza, ma quello di arrivo delle sue riflessioni”*

*(G. Fanelli)*



# SOMMARIO

Introduzione.....	5
Capitolo - Assicurazioni finanziarie .....	25
Capitolo II - Polizze index-linked.....	35
Capitolo III - Il Prodotto Finanziario .....	69
Capitolo IV - Assicurazione (sulla vita).....	93
Capitolo V - La Disciplina Normativa.....	111
Capitolo VI - La Giurisprudenza.....	135
Capitolo VII - Natura giuridica delle polizze index-index linked .....	165
Capitolo VIII - Conclusioni.....	191
Bibliografia.....	209



# Introduzione

## 1. Il fenomeno

L'assicurazione è uno dei settori più dinamici del nostro ordinamento, stimolato da una prassi in continua fermentazione, periodicamente aggiornata con nuove fattispecie. Dottrina e giurisprudenza tentano di assimilarle, nel tentativo di ricondurre i nuovi casi all'interno di vecchi schemi o a crearne *ex novo* laddove necessario. Un impegno che prosegue ininterrotto fin dai primi decenni del XIV sec.<sup>1</sup> quando i primi contratti di assicurazione facevano la loro apparizione in una veste ancora primigenia (almeno secondo gli attuali standard), ma già conforme a quelle fondamentali esigenze che permangono immutate ancora ai giorni nostri.

Un fenomeno, quello assicurativo, che è caratterizzato dal continuo mutamento della domanda (e dell'offerta), sotto la spinta di diversi fattori, classificabili in "megatrends"<sup>2</sup> quali (tra quelli che qui possono interessare) l'emergere di una società sempre più anziana, la revisione dello stato sociale, l'aumento del bisogno di

---

<sup>1</sup> Cassandro, (voce) *Assicurazioni (storia)*, Enc.Dir. Vol III., Milano, 1958, 419.

<sup>2</sup> Selleri, *Nuove tendenze evolutive dell'assicurazione: verso l'assifinanza?*, in Dea, 1999, 413.

sicurezza legato ad ogni aspetto della vita umana, le sfide tecnologiche, la libertà di prestazione di servizi, la maggiore libertà d'investimento, nuovi sistemi di vigilanza, la tutela della concorrenza, la crescente importanza della componente finanziaria dei prodotti assicurativi, il dinamismo dei mercati finanziari e l'internazionalizzazione del mercato assicurativo.

Di fronte a simili mutamenti nella domanda, le imprese hanno tentato di formulare offerte secondo schemi in grado di fornire una maggiore rispondenza ai bisogni. Ne deriva una progressiva integrazione delle imprese di assicurazione con intermediari capaci di fornire nuovi strumenti di tutela ed incremento del patrimonio. Interlocutore privilegiato (e quasi obbligato) è stato il canale bancario, altrettanto interessato dalle ulteriori possibilità connesse alla raccolta premi dei contratti assicurativi. Se è vero, infatti, che le assicurazioni hanno aperto le porte ai prodotti bancari, alla ricerca di un margine di guadagno maggiore per l'assicurato, è altrettanto innegabile che le banche si siano rivolte ai prodotti assicurativi, nella ricerca di strumenti capaci di rendere meno rischiosi gli investimenti proposti. Da un lato uno sbilanciamento verso il rischio; dall'altro un contro-bilanciamento verso la sicurezza; e il risparmiatore è nel mezzo.

## 2. *Le origini*

Dalla metà degli Anni '70 il risparmio delle famiglie ha guadagnato margini di eccedenza sempre più ampia rispetto alla quota necessaria al soddisfacimento dei bisogni primari; una simile condizione ha orientato i risparmiatori verso forme di investimento mirate a garantire la pronta disponibilità dei capitali e, quindi, la pronta copertura di bisogni attinenti la vita umana. È venuta così sfumando la tradizionale distinzione, all'interno del risparmio c.d. consapevole, tra risparmio previdenziale e risparmio di rischio, sviluppando un mercato paragonabile ad una zona grigia, in cui si incontravano l'atipica domanda di recente formazione e l'altrettanto atipica offerta nata per intercettarla. Banche e assicurazioni hanno creato nuove linee di prodotti dotati di caratteristiche prima appannaggio dell'una e poi dell'altra categoria; laddove le prime proponevano prodotti finanziari a breve termine e offrivano servizi di gestione di patrimoni mobiliari, le seconde elaboravano prodotti finanziari combinati, legando le polizze vita ad investimenti in fondi comuni mobiliari<sup>3</sup>. Era l'alba della c.d. attività di "bancassicurazione" o "assicurbanca" (dall'inglese *bancassurance* e *assurbanking*).

A quella fase gestazionale del fenomeno è seguito un lungo periodo di crescita, che ha visto in particolare l'incremento del

---

<sup>3</sup> Gambino, *Linea di frontiera tra operazioni di assicurazione e bancarie: nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, in *Assicurazioni*, 1993, I, p. 157.

settore dell'assicurazione sulla vita, all'interno di un'offerta che nell'intermediazione degli sportelli bancari aveva trovato il miglior canale di distribuzione (privo di costi aggiuntivi, dal momento che il costo della rete era stato già ammortizzato dall'attività tipica bancaria). Col progredire dell'età media, per il risparmiatore diventava, in particolare, prioritario tutelare le riserve accumulate sfruttando le congiunture dei mercati finanziari e il massimo livello di rendita possibile, con strumenti assicurativi capaci di garantire un reddito costante per il periodo successivo all'abbandono dell'attività lavorativa<sup>4</sup>.

In questo periodo, l'attività assicurativa è arrivata anche a proporsi come chiave di volta per la soluzione di molti problemi, promuovendo un'attività di partnership pubblico-privato capace di sollevare lo Stato da una parte della spesa sociale, di cui il sistema assicurativo si poteva fare carico, tramite una più efficace gestione del risparmio delle famiglie nell'ottica di garantire quel reddito costante al quale si guardava come condizione essenziale del mantenimento dei consumi<sup>5</sup>.

La liberalizzazione che ha caratterizzato negli ultimi trent'anni il nuovo mercato della bancassicurazione (e dei prodotti finanziario-

---

<sup>4</sup> Cucinotta, *La concorrenza tra banche e assicurazione nel risparmio finanziario e previdenziale*, in *Assicurazioni 2002*, I, 121, in cui ritroviamo l'analisi di diversi studi condotti da Isvap e Banca d'Italia sulle caratteristiche e la composizione della domanda italiana e le consequenziali proiezioni per gli anni a venire.

<sup>5</sup> The European House - Ambrosetti, *Il contributo dell'assicurazione allo sviluppo dell'Italia e dell'Europa*, ANIA, 2007 su [http://www.ania.it/studi\\_statistiche/studi/attivita/ContributoANIA.pdf](http://www.ania.it/studi_statistiche/studi/attivita/ContributoANIA.pdf).



assicurativi in generale), è stata oggetto di un'attenta opera di monitoraggio da parte del legislatore comunitario, prima, e nazionale, poi, poiché nel tumulto dei nuovi mercati ciò che rischiava di venir meno era la tutela degli assicurati-investitori e degli investitori-assicurati. Si rendeva, altresì, necessario individuare un punto di equilibrio in grado di non intaccare i principi europei di libertà di concorrenza e allo stesso tempo, tutelare i consumatori e gli utenti di tali prodotti; principio di libertà di concorrenza storicamente riconosciuto, peraltro, già dal Senato della Repubblica di Venezia, quando, con un provvedimento del 25 settembre 1681, rifiutava il privilegio dell'esercizio esclusivo dell'attività assicurativa *“con dichiarazione espressa che non sia ristretta la libertà a mercanti di contrarre con ogni altro per le assicurazioni”*.

### ***3. Finanza e assicurazioni***

La finanza, che vedremo era già parte del processo assicurativo, ha - quasi naturalmente - acquisito nel tempo un peso sempre maggiore nella formazione dei nuovi prodotti assicurativi.

Di contro, la nuova offerta assicurativa si è trovata maggiormente esposta alle dinamiche proprie del mercato finanziario, con conseguenze peculiari sulla vita e sui meccanismi di governo dei rapporti assicurativi. Se nel ramo danni la finanza consentiva agli assicuratori di cartolarizzare il rischio e di "girarlo" al mercato; nel ramo vita, la finanza offriva soluzioni innovative per

massimizzare il risultato promesso dalla polizza. In entrambi i casi, è stato possibile osservare come l'elemento del rischio attuariale, che tradizionalmente caratterizzava i contratti assicurativi, era col tempo diventato una componente sempre più sfumata nei rapporti tra assicurato e assicuratore; mercè dell'ingresso degli strumenti finanziari nei prodotti assicurativi tipici e, a ancor di più, in quelli di nuova generazione. Tale evoluzione ha rappresentato un forte motivo di riqualificazione degli stessi prodotti assicurativi.

Laddove il rischio attuariale perdeva terreno a favore di un rischio di investimento e di performance sempre più preponderante, si venivano a porre diversi problemi circa la natura dei contratti sottoscritti e la conseguente disciplina applicabile. I problemi definatori hanno investito gli stessi attori delle nuove dinamiche, ora assicuratori, ora intermediari, ora assicurati, ora investitori. Tutto questo è avvenuto in una fase storica in cui l'inflazione è aumentata di pari passo con le speculazioni e si è prodotta l'evoluzione, parallela, di una normativa europea sempre più improntata alla tutela del contraente/consumatore. In sostanza, si è posto il problema di capire "chi vendeva/comprava cosa" e a quali condizioni di tutela.

La reale portata del problema si è manifestata soltanto nel momento in cui la solidità del nuovo sistema assicurativo/finanziario è stata messa alla prova, sicché da mera questione teorica questa si è evoluta in una tangibile realtà, con cui

è arrivato il momento di fare i conti.

Ci si è accorti delle debolezze di una normativa rimasta per molti versi al "palo" (quando, addirittura essa non era intervenuta in maniera, per così dire, maldestra), in confronto ad una prassi che aveva compiuto notevoli balzi in avanti. Laddove un sistema di vigilanza forte ed effettivo era stato capace di mantenere le proprie prerogative nel tempo, il mercato ha ricevuto scosse minime; dove la cultura del rischio e della liberalità aveva preso il sopravvento, l'esposizione si è rivelata in alcuni casi fatale.

Il ricorso di massa alla c.d. "finanza derivata" ha determinato, in maniera quasi surrettizia, l'inserimento di soggetti terzi (quando non addirittura "quarti") nelle dinamiche di determinazione delle prestazioni del contratto di assicurazione; di modo che al rischio, che si pensava appropriatamente ponderato e coperto, si aggiungeva l'inaspettato default di quei *player* che avevano rappresentato il fondamento della copertura medesima. L'esposizione è diventata, così e di colpo, insostenibile, ricadendo *tout court* sul mercato (per i prodotti danni) o sugli assicurati stessi (nel prodotto vita).

Le fluttuazioni del mercato finanziario, come noto, hanno interessato maggiormente i rapporti ontologicamente influenzati dal fattore tempo e nell'ambito assicurativo l'attenzione è immediatamente indirizzata al prodotto vita. Questo è stato il ramo maggiormente interessato dalla proliferazione di nuovi strumenti e

nuovi prodotti e, comunque, il settore che maggiormente ha risentito, in periodi di crisi, di tali mutamenti.

Nasce così l'interesse per quel particolare prodotto che a crisi conclamata è sembrato diventare uno dei principali attori e responsabili dell'intero fenomeno: la polizza index-linked.

#### *4. Il (nuovo) ramo vita*

Il principale ramo in cui i nuovi prodotti assicurativo-finanziari hanno trovato una collocazione, è stato il ramo vita.

Ontologicamente influenzata dal fattore tempo, si è spesso guardato alla polizza vita non soltanto come uno strumento assicurativo inerente eventi della vita umana, ma altresì come un mezzo di allocazione ed incremento del risparmio. Si tratta, quindi, di dinamiche economiche, che rimanevano influenzate dal rischio demografico e, accanto a questo, da un rischio finanziario, legato all'evoluzione dei tassi di interesse. Proprio quest'ultimo elemento ha giocato un ruolo sempre più importante nel soddisfacimento degli interessi delle parti, in un periodo storico (gli anni settanta) in cui l'inflazione incideva col proprio peso sui contratti di più lunga durata. Sorgeva, infatti, la necessità di adeguare l'accordo sull'assicurazione di un evento attinente la vita umana, così che al verificarsi dello stesso (e quindi nel momento dell'obbligazione al pagamento della somma promessa dall'assicuratore) il dovuto fosse ancora idoneo a soddisfare l'interesse dell'assicurato, da un lato; e

dall'altro che anche i premi versati dall'assicurato fornissero un'adeguata remunerazione per l'assicuratore.

L'architettura dei contratti di assicurazione vita ha cominciato allora a potenziare i propri aspetti finanziari, trasformando ciò che era una componente fisiologica ed inevitabile, in un aspetto determinante e articolato, sempre più strutturato per ottenere maggiori rendite, tuttavia, non maggiori rischi. Con il "contratto di capitalizzazione" (ma un discorso simile si potrebbe fare anche per i contratti di gestione di fondi pensione), l'impresa assicurativa conosceva già uno strumento del tutto slegato dal tradizionale rischio demografico e dalle tecniche di determinazione attuariali<sup>6</sup>. Ma senza arrivare a tale estremo (sulla latitudine del quale sarà interessante tornare più avanti) già con le polizze indicizzate e rivalutabili l'impresa di assicurazione aveva attinto al mercato finanziario per adeguare le proprie prestazioni. Nel caso delle polizze vita indicizzate, la variazione dell'indice ufficiale del costo della vita determinava la variazione delle prestazioni, conservando peraltro la causa assicurativa; con le polizze vita rivalutabili, capitale assicurato e premi futuri venivano rivalutati sulla base del risultato della gestione separata di un fondo interno costituito con la riserva matematica relativa al contratto (senza, anche qui, intaccare la causa assicurativa).

---

<sup>6</sup> Certa dottrina continua a giustificare la presenza di questi contratti nella materia assicurativa con la presenza del rischio di impresa nella gestione del capitale investito quale rischio assicurato.

In entrambi i casi riportati, il riferimento a parametri finanziari interveniva solo nella determinabilità della prestazione, *per relationem*, senza così intaccare il requisito della determinatezza della stessa. Meccanismi simili sono stati assunti con l'introduzione di strumenti nati dall'esperienza anglosassone e che in diversi casi hanno riproposto alcuni problemi di qualificazione già esaminati a proposito di altri tipi di contratti assicurativi. E tuttavia, non senza destare dibattiti in tutto simili a quelli che si sarebbero presentati a cavallo degli anni duemila. Ma forse le conseguenze non sono state sempre così nette.

Inoltre, v'è da considerare che l'inflazione e la necessità di difendere il potere di acquisto del risparmio sono state solo l'occasione immediata per ricorrere alle assicurazioni sulla vita quali strumento di raccolta del risparmio. Le diverse e nuove forme da queste assunte per diventare competitive con gli altri strumenti disponibili sul mercato, hanno comportato l'emersione di problemi relativi alla qualificazione, alla disciplina ed ai controlli di questi rapporti, ben più complessi di quelli connessi all'adozione di tecniche che miravano al mero adeguamento delle prestazioni rispetto alla svalutazione monetaria<sup>7</sup>.

### ***5. I prodotti linked***

Il prodotto *linked* nasce per rispondere alle descritte esigenze

---

<sup>7</sup> Massimo Miola, *Il risparmio assicurativo*, Jovene, 1988, pag.6.

del mercato. Analizzando l'andamento del prodotto *index* in particolare, si è notato che alla fine degli Anni Novanta, in Italia, tali nuove polizze rappresentavano la maggior parte della raccolta dei premi vita ed erano state distribuite in maggioranza dal canale bancario<sup>8</sup>.

Collegando la prestazione dell'assicuratore (e solo di questo, a differenza che nelle vecchie polizze indicizzate e rivalutabili) al risultato di fondi di gestione (*unit-linked*) o al risultato di indici o di un paniere di indici (*index-linked*), si riusciva ad ottenere il doppio risultato di sollevare lo stesso dal rischio evento (e rimanere eventualmente assoggettato al solo rischio di performance) e di prospettare all'assicurato una somma notevolmente superiore a quanto avrebbe ottenuto con i "normali" prodotti vita. La natura dei contratti *linked* è stato oggetto di sporadiche pronunce giurisprudenziali e di una costante (seppur discontinua e discordante) dottrina, che ne hanno indagato la natura da prospettive diverse. Difficilmente si è riusciti ad abbracciarne compiutamente la complessità.

Tradizionalmente, la raccolta dei premi vita veniva investita dall'imprenditore di assicurazione in attività finanziarie con il cui rendimento si mirava a coprire l'esposizione debitoria nei confronti degli assicurati: in un tale assetto sia il rischio demografico che il

---

<sup>8</sup> Corinti, Cucinotta, *Le polizze index linked e unit linked in Italia*, Quaderni Isvap,5.

rischio di performance erano a carico dell'assicuratore. Con i prodotti linked, invece, si assiste ad un progressivo spostamento del rischio di performance a carico dell'assicurato, con un'eclissi del rischio demografico (il quale perde il proprio peso nella dinamica contrattuale). Si assiste, allora, ad un primo ribaltamento del rapporto tradizionale: l'assicuratore trasferisce all'assicurato il rischio di performance, che nel prodotto vita caratterizzava invece la propria attività imprenditoriale. Tanto viene confermato dall'apparente paradosso per cui non è più l'assicurato a dover fornire una serie di informazioni che consentano all'assicuratore di valutare il rischio che assume con la polizza; ma è l'assicuratore che deve informare l'assicurato su caratteristiche e prospettive dell'investimento che verrà effettuato con il suo premio, per consentirgli di valutare i rischi della sottoscrizione e i risultati da attendere.

Si può, allora, cogliere quanto il contratto di assicurazione abbia subito una dissociazione tra l'essenza economica (definita e largamente praticata negli affari) e la natura giuridica (difficilmente qualificabile)<sup>9</sup>. E nella pratica è proprio l'essenza economica ad essere presentata al mercato quale inventivo alla sottoscrizione dei nuovi prodotti assicurativo-finanziari. Abbandonata la vecchia e lenta forma di incremento del capitale investito (normalmente

---

<sup>9</sup> Tardivo, *Polizze unit linked e index linked: la causa del contratto*, Riv.Amm.Rep.It., 2, 93.



ottenuto dall'impresa con l'acquisto di titoli di Stato od obbligazioni), il "collegamento" (il *link*) al valore di indici strutturalmente sottoposti a considerevoli oscillazioni, prometteva ampi guadagni alla scadenza: questo elemento era ben evidenziato dagli intermediari, i quali tralasciavano invece di sottolineare (quando addirittura non lo tacevano) il rischio di perdita del capitale medesimo in caso di variazione sfavorevole e di insolvenza dell'emittente lo strumento finanziario.

Proprio questa elevata aleatorietà (tipica più della scommessa, che non dell'assicurazione) ha determinato la serie di default alla base della recente crisi mondiale. In una versione aggiornata del "*butterfly effect*", l'inadempimento di un debitore americano produceva effetti sulla polizza di assicurazione di un risparmiatore italiano o cinese, a causa dei molti *link* inseriti negli strumenti derivati con cui negli anni erano stati confezionati gli strumenti di investimento (bancari o assicurativi o bancassicurativi). Questi cedimenti hanno determinato una progressiva e costante perdita di fiducia nelle polizze *linked* (in particolare le *index*), determinando il crollo della raccolta vita nel 2006<sup>10</sup>.

Mentre il mercato assicurativo, oggi, sembra tornare a guardare alle polizze *linked* con un rinnovato quanto timoroso interesse (magari apportando sostanziali modifiche agli schemi e alla disciplina applicabile), si può affermare che le *linked policies* sono

---

<sup>10</sup> Assinews, n.181, nov.07, 18.

state tra le maggiori protagoniste del mercato finanziario degli ultimi quarant'anni, ispirando (e punendo) le scelte dei principali operatori bancari e assicurativi (e dei consumatori).

### **6. Le polizze *index-linked***

Il contratto assicurativo che più di tutti ha acquisito connotazioni finanziarie è stata la polizza vita *index-linked*. Invero, investendo il premio in strumenti finanziari tra i più rischiosi (opzioni, *futures*, ecc.), il contratto ha sbilanciato la propria funzione rispetto al baricentro assicurativo verso l'orizzonte finanziario, per cogliere maggiori opportunità di guadagno; all'ombra delle quali si nascondono rischi di perdita altrettanto importanti. Nella tensione verso questi mercati, la componente assicurativa è diventata sempre più un peso; una zavorra tuttavia irrinunciabile per i vantaggi giuridici e fiscali garantiti dalla applicazione della relativa disciplina. Talora, però, dell'assicurazione è rimasta solo l'etichetta, insufficiente a convincere la giurisprudenza dell'effettiva persistenza di una causa assicurativa (nel senso propriamente previdenziale).

Le riflessioni che affronteremo nel corso della trattazione, saranno spesso riferibili anche alle polizze *unit-linked*, in virtù di quel collegamento che ha generato perplessità e sollevato dubbi; e tuttavia solo la specificità delle *index-linked*, in cui si abbandonano le gestioni patrimoniali di fondi esterni o interni e le relative quote e la

prestazione rimane flebilmente ancorata a riferimenti altamente volatili, è capace di mettere in evidenza il punto critico su cui si incentrano le problematiche dei nuovi contratti assicurativo-finanziari. Solo analizzando le manifestazioni più estreme di una fattispecie, è possibile mettere a nudo gli snodi fondamentali della questione.

### ***7. Obiettivi dello studio.***

Il presente lavoro si propone di esaminare la struttura del prodotto assicurativo *index-linked*, alla luce dei nuovi regolamenti emanati dall'Isvap e della più recente giurisprudenza, con l'obiettivo di verificare la natura del contratto.

Muovendo dall'esame dei primi fenomeni di commistione tra assicurazione e finanza, si tratteranno i punti di contatto e quelli di rottura determinati dalla nuova ondata di finanziarizzazione. L'analisi della struttura di alcune polizze risulterà, quindi, prodromica ad una più consapevole indagine sulla natura dell'accordo. Questa passerà attraverso l'approfondimento dell'elemento finanziario e dell'elemento assicurativo, per determinare in che modo e in che misura essi siano presenti e si leghino all'interno dei nuovi prodotti. Si procederà, poi, ad analizzare la normativa di settore, per verificare la sistemazione della materia approntata dal legislatore; il vaglio della giurisprudenza metterà, successivamente, in evidenza le

problematiche generate dall'accordo e le soluzioni approntate alla luce della normativa medesima. Verrà, infine, il momento di vagliare i dati raccolti, per tentare una risposta al quesito posto *in apicibus*: "qual è la natura delle polizze di assicurazione sulla vita *index-linked*". Consapevoli della provvisorietà della risposta che si potrà rendere, si tenterà, da ultimo, di guardare al fenomeno da un punto di vista più distaccato per trarne alcune conclusioni generali e per porre in maniera sistematica i quesiti rimasti inevasi.

D'altronde, *"La materia (...) sembra quasi sfuggire dalle mani dell'interprete ed assai spesso avviene che il dubbio costituisca non il punto di partenza, ma quello di arrivo delle sue riflessioni sui problemi di fondo del diritto delle assicurazioni ... Non v'è dubbio che lo studioso del diritto assicurativo suole farne una intensa e frequente esperienza soprattutto quando non si sottrae al doveroso compito di riallacciare ai principi generali istituti od aspetti che appaiono e spesso effettivamente sono del tutto particolari al rapporto assicurativo"*<sup>11</sup>.

### ***Una premessa: "Definizioni".***

*"Ai fini della presente legge si intende per"*, questa formula, variamente declinata, rappresenta spesso il primo comma del primo articolo (genericamente rubricato "Definizioni") dei "Codici" e dei "Testi Unici" ai quali si è di recente ampiamente fatto ricorso al fine

---

<sup>11</sup> Fanelli, *Premessa* al volume "Le Assicurazioni", p.3 in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di Cicu e Messineo, Vol.XXXVI, t. I., Milano, 1973.

di “sistemare” le diverse disposizioni normative inerenti una medesima materia. “Sistemare” deve essere qui inteso nel senso di “eliminare il disordine”, se vogliamo “organizzare”, non già “fare sistema”. Ché altrimenti verrebbe da pensare che tali opere abbiano fissato principi e concetti a livello di sistema, appunto, validi, nell'ambito di materia ma anche in relazione agli altri istituti dell'ordinamento (al pari di “compravendita”, “diritto reale”, “obbligazione”, ecc.). La realtà è che più semplicemente si è fatto ricorso a tale tecnica al fine di uniformare l'utilizzo della terminologia all'interno dei soli testi per cui le definizioni risultavano dettate: senonché, non di rado è capitato che altre fonti (nell'individuazione della terminologia impiegata) abbiano fatto riferimento a definizioni altrove fissate nei limiti del provvedimento in cui erano inserite, con ciò ponendole su un diverso e superiore piano. Lungi dal garantire l'uniformità dell'utilizzo di un medesimo termine o espressione, ciò spesso non ha fatto altro che perpetuare e diffondere le incertezze interpretative: come si avrà modo di vedere, infatti, talvolta la definizione originaria è stata redatta tramite una mera elencazione, a tratti solamente esemplificativa, con formule di chiusura che rinviavano ad ulteriori incrementi della lista, senza che risulti possibile individuare dei tratti comuni a tutti gli elementi indicati.

Il problema definitorio è, dunque, alla base anche del presente lavoro, il cui primo fine è quello di individuare i tratti strutturali del

fenomeno assicurativo-finanziario rappresentato dalle polizze index-linked. La ricerca di confini e distinzioni passa anche attraverso la corretta definizione di termini ed espressioni che molto spesso vengono impiegate acriticamente, per prassi, senza cura dei malintesi e dei cortocircuiti interpretativi che un disinvolto utilizzo può generare. Ciò che in ultima istanza si riverbererebbe nella scelta della disciplina applicabile.

In realtà, negli ultimi tempi, quest'ultimo problema sembra essere stato capovolto, fissando le regole da applicare non in base alla fattispecie interessata, bensì all'individuazione delle tutele del soggetto coinvolto.

Nel rimandare l'approfondimento e l'argomentazione di questi problemi al prosieguo della trattazione, occorre tuttavia chiarire preliminarmente il senso che comunemente<sup>12</sup> viene attribuito almeno alla terminologia del diritto delle assicurazioni. Così, ogni qual volta si parlerà di "polizza" si alude all'ampio significato che al termine viene attribuito nell'uso corrente. Infatti, laddove la polizza di assicurazione in prima istanza è il documento redatto a fini probatori del contratto di assicurazione, con una sineddoche essa viene comunemente a identificare il contratto *tout court*. Altre parole dell'assicurazione spesso vengono usate senza particolare rigore ed anche per queste si vuole proporre una preventiva convenzione sul significato da attribuirgli. Il termine "alea" non è immediatamente

---

<sup>12</sup> E non "ai fini del presente lavoro".

sostituibile con “rischio”, se pensiamo che nel primo caso si fa riferimento all’incertezza *sic et simpliciter*, mentre nel “rischio” l’evento temuto assume già una connotazione negativa<sup>13</sup>: pertanto, quando parleremo di “rischio” lo faremo in riferimento alla probabilità che si verifichi un evento idoneo a cagionare la lesione dell’interesse di un soggetto specifico<sup>14</sup>; mentre il termine “sinistro” indicherà che una tale eventualità si è attualizzata. Risulta altresì importante chiarire a quali soggetti si intende fare riferimento qualora si parli di “assicurato” e “assicuratore”. Mentre quest’ultimo definisce “l’imprenditore di assicurazione”, con “assicurato” si indica colui al quale è riferito l’evento dedotto in contratto o l’interesse al rischio e che spesso, ma non necessariamente, coincide con le figure del “beneficiario” e dell’“assicurante”. Il “beneficiario” è precisamente colui che riceve la prestazione dovuta dall’assicuratore; mentre “l’assicurante” è chi ha materialmente stipulato il contratto di assicurazione, si è fatto carico dell’obbligazione di corrispondere il premio e ha scelto il beneficiario.

Si tratta di poche e semplici precisazioni, peraltro

---

<sup>13</sup> Anche dal punto di vista economico il rischio fa riferimento ad eventualità economicamente gravose, mentre l’alea sia a quelle gravose, che vantaggiose: v. Chessa, *La teoria economica del rischio e dell’assicurazione*, vol I, Padova, 1929, citato da Gobbi, *Osservazioni sulla relazione fra caratteri economici e caratteri giuridici dell’assicurazione*, Assicurazioni, 1936, I, 254.

<sup>14</sup> Ma la dottrina non sempre concorda su tale definizione. Si veda Bugiolacchi, *Introduzione. La natura del contratto e il rischio assicurato*, in Alpa, “Le assicurazioni private”, Torino, 2006, I, p.2517.

imprescindibili per stabilire quei riferimenti linguistici certi che è possibile offrire in procinto di affrontare il lavoro che occuperà i prossimi capitoli. Avremo più avanti bisogno di specificare anche altri termini che interesseranno la trattazione: per esempio le locuzioni “prodotto finanziario” e “strumento finanziario; per le quali, tuttavia, la ricerca del significato richiederà l’approfondimento di dinamiche che metteranno in discussione anche l’effettiva esistenza di un minimo comune denominatore. Ma vedremo, non senza sollevare i relativi problemi, che non v’è certezza nemmeno su cosa si deve correttamente intendere per “assicurazione” e “assicurazione sulla vita”.



# CAPITOLO I

## ASSICURAZIONI FINANZIARIE

“L’evoluzione dei mercati si è svolta, quindi, all’insegna dell’affermazione di nuove procedure e nuovi prodotti che, per quanto complessi sotto il profilo strutturale, hanno dato vita ad una realtà che si caratterizza per l’estrema mobilità dei capitali e, al contempo, per la possibilità di traslare i rischi in modalità sconosciute sino a un recente passato”<sup>15</sup>.

### *1. L’evoluzione finanziaria*

La storia dell’assicurazione sulla vita nel nostro ordinamento ha conosciuto una fase in cui è sorta la necessità di migliorare la reattività del contratto alle dinamiche dell’inflazione. L’immobilizzazione per lunghi periodi di somme di denaro spesso ingenti, comportava, nei momenti di alta inflazione, una perdita di valore relativamente rapida del capitale accantonato: e in ogni caso una scarsa redditività dello stesso. Quel risparmio che gli assicurati sottraevano alla propria disponibilità, nella prospettiva di lucrarne il

---

<sup>15</sup> Capriglione, “Prodotti” di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2008, I, 29.

maggior valore in un momento futuro, non riusciva a crescere secondo le aspettative. Di modo che il contratto di assicurazione vita non era più in grado di garantire quei risultati che ne avevano fatto un punto di riferimento per i risparmiatori, poiché veniva meno quello che era stato il principale incentivo alla sottoscrizione<sup>16</sup>.

L'offerta non riusciva a soddisfare la domanda, dirottata altrove dalle sirene di più rapidi e sicuri incrementi di capitale. Erano anni in cui il mercato azionario conosceva un consistente sviluppo, grazie anche alle storie (più o meno reali) di improvvise fortune realizzate "nell'arco di una notte". Le imprese di assicurazione cercavano di intercettare questo nuovo flusso di domanda, modificando i propri prodotti per incontrare la richiesta del mercato: l'obiettivo era quello di creare dei contratti che fossero in grado di offrire qualcosa in più rispetto al mero accumulo in vista di una futura restituzione. Tali operazioni portarono ad un incremento del ricorso al mercato finanziario<sup>17</sup>. In questa sorta di "peccato originale", le configurazioni dell'accordo potevano prevedere delle rivalutazioni, delle partecipazioni, dei collegamenti a risultati di fondi o indici. Erano nate le polizze indicizzate e le

---

<sup>16</sup> Per una riflessione sul fenomeno, vedi Santoro Passarelli, *Assicurazione sulla vita e svalutazione monetaria*, Assicurazioni, 1969, I, 527.

<sup>17</sup> Fino ad allora le imprese si erano rivolte a questi mercati solo per gestire i propri attivi, al di fuori del rapporto con i singoli assicurati. Accantonata la riserva matematica e le altre riserve richieste dalla legge, il residuo veniva fatto fruttare investendo in prodotti dal rendimento garantito. Adesso, invece, il singolo premio - al netto delle riserve - non confluiva più in una massa indistinta, ma veniva dirottato in specifiche operazioni dall'alto profilo di rischio. Potremo affrontare meglio questo ragionamento più avanti nella trattazione.

polizze rivalutabili.

## *2. Polizze indicizzate e rivalutabili*

Nelle polizze indicizzate, le prestazioni di entrambe le parti (l'assicurato e l'assicuratore) non erano determinate, bensì determinabili: di anno in anno, il loro ammontare era calcolato in relazione alla variazione dell'indice del costo della vita. Quindi, premio e capitale assicurato variavano nel tempo al variare dell'indice; anche se questa parità non garantiva l'assicuratore da scompensi, che restavano pur sempre a suo carico. Infatti, l'adeguamento ultimo applicato al premio, non è sufficiente a coprire il capitale assicurato come risulta anch'esso dall'ultima rivalutazione: la giusta proporzione, infatti, sarebbe stata realizzata solo se il premio avesse avuto l'attuale misura fin dall'inizio del contratto<sup>18</sup>. Questa prima forma di contaminazione finanziaria era piuttosto blanda, legata com'era all'indice ISTAT del costo della vita<sup>19</sup>. Le polizze indicizzate rimanevano comunque nell'alveo della

---

<sup>18</sup> Per un approfondimento, si rimanda fra gli altri a Geretto, *I prodotti vita indicizzati*, in Miani (a cura di), *I prodotti assicurativi e previdenziali*, Torino, 2002, p.117.

<sup>19</sup> L'interesse per l'indicizzazione era stato preconizzato da Longo, come egli stesso rammenta in *Assicurazione vita e inflazione*, Assicurazioni, 1974, I, 531. L'A. ricorda di aver già previsto l'"attuale" interesse per l'indicizzazione di strumenti finanziari, che salvassero il risparmio dall'inflazione, citando la scuola di Chicago di Friedman come nuovo sostenitore e riportando l'esempio del Brasile, che aveva indicizzato con successo il R.N. (avvertendo però che questa operazione richiede l'impegno a far rispettare tale sistema, soprattutto da parte dei debitori istituzionali). I suoi riferimenti storici risalivano al 1927 e alle dichiarazioni rese da Keynes di fronte alla Commissione di indagine sui problemi finanziari promossa dal Tesoro inglese. L'A. vedeva una soluzione nell'emissione di titoli pubblici

tradizione, poiché il rischio finanziario restava a carico dell'impresa di assicurazione<sup>20</sup>. Dove la componente finanziaria entrava con maggiore incisività era invece nelle polizze rivalutabili.

Con la polizza rivalutabile, l'assicuratore si impegnava ad investire la riserva matematica in un fondo (spesso interno all'impresa di assicurazione, soprattutto all'inizio del fenomeno) alla gestione del quale era interessato anche l'assicurato: egli, infatti, è destinatario della retrocessione di un'aliquota prestabilita del risultato positivo realizzato a determinate scadenze dalla gestione stessa<sup>21</sup>. Di scadenza in scadenza (solitamente annuale), l'assicurato consolida i risultati del periodo precedente, potendo semmai incrementare il vantaggio acquisito con gli utili retrocessi alla scadenza seguente; egli non rischia, invece, di vedere diminuire quanto già consolidato. La circostanza della garanzia minima, comunque fornita dall'assicuratore, consente di individuare ancora

---

indicizzati che gli investitori assicurativi avrebbero potuto collegare ai propri prodotti. Tuttavia, precisava, l'indicizzazione di cui in parola non era quella al costo della vita, bensì ad un indice che pesasse la variazione di tutti i redditi componenti il dividendo nazionale. Questo indice esisteva e non era altro che il rapporto fra la variazione monetaria del reddito nazionale e la variazione in termini reali (p.536).

<sup>20</sup> Volpe Putzolu, *L'innovazione finanziaria nel settore assicurativo*, Rassegna Economica, 1987, 567.

<sup>21</sup> Per un'osservazione su questo meccanismo, si veda Volpe Putzolu, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, Giurisprudenza Commerciale, 1984, I, 227. Qui L'A. riconosce all'assicurato un diritto ad essere informato dell'andamento della gestione del fondo interno all'impresa di assicurazione, in quanto cointeressato alla stessa (e non più mero assicurato e come tale interessato indirettamente quale creditore qualificato dell'impresa, tutelato dalla disciplina pubblicistica sulla solvibilità). L'A. riprende lo stesso tema in *"L'innovazione finanziaria nel settore assicurativo"*, Rassegna Economica, 1987, 567.

totalmente in capo a quest'ultimo il rischio finanziario dell'impresa: se invece di un incremento, alla scadenza successiva, il saldo registra un decremento, questa circostanza non determina il decremento anche di quanto consolidato dall'assicurato. Sarà l'assicuratore, piuttosto, in virtù della garanzia, ad accusare il colpo. Si consideri che il rischio finanziario ha sempre caratterizzato l'attività dell'impresa di assicurazione, segnatamente proprio in quell'inflazione che rischiava di rendere più onerosa la corresponsione di un capitale superiore a quanto accantonato con le somme dei premi svalutate nel tempo. In una certa misura, la polizza rivalutabile vede partecipare anche l'assicurato al rischio finanziario della gestione: ma con una importante caratteristica. Egli non può vedere diminuito il capitale dovutogli e consolidato di anno in anno grazie alla retrocessione di una percentuale degli utili derivanti dalla gestione: anzi, l'assicuratore gli garantisce spesso una rivalutazione minima. Ciò che rimane soggetto alle variazioni del mercato finanziario è soltanto l'entità dell'utile che gli sarà retrocesso a scadenza e che comunque sarà sempre, appunto, un utile, ossia una variazione economica di segno positivo. Ad ogni modo, nelle polizze rivalutabili l'assicurato partecipa della gestione separata della riserva accantonata, godendo dei risultati positivi e senza subire il rischio di risultati negativi. L'unico rischio finanziario che lo interessa è quello della misura della retrocessione spettantegli alla fine di ciascun periodo.

Questo primo ingresso delle fluttuazioni del mercato finanziario nelle dinamiche contrattuali dell'assicurazione sulla vita, aveva destato perplessità e vivaci dibattiti in dottrina. Fra questi, tuttavia, si concludeva invariabilmente per affermare la sostanziale natura assicurativa<sup>22</sup>. Non c'erano ostacoli al riconoscimento della legittimità del nuovo tipo di contratto di assicurazione sulla vita, in cui il valore e la portata dell'attività finanziaria dell'impresa di assicurazione risultavano strettamente funzionali ed ausiliari all'impresa di assicurazione: "non assicurazione per la finanza, ma finanza per l'assicurazione"<sup>23</sup>. In forza della medesima riflessione risultava, altresì, agevole rifiutare ogni contaminazione e confusione tra polizze e valori mobiliari, liquidando certe suggestioni come conseguenze improbabili di quella che restava un'innovazione estrinseca di accordi, fundamentalmente ancora, basati sul rischio di un evento demografico<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Bin, *Il 'prodotto misto' assicurativo finanziario*, Assicurazioni, 1988, p.351. L'A. non vede legami stretti tra le componenti assicurativa e finanziaria nei nuovi prodotti e nell'affermare la natura assicurativa, nega che le polizze possano essere considerate titoli di massa, valori mobiliari.

<sup>23</sup> Fanelli, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, Assicurazioni, 1986, I, p.202.

<sup>24</sup> "Nell'assicurazione vita, l'interesse tipico del contraente - che concorre a determinare la funzione complessiva del contratto - concerne in via diretta il risparmio aleatorio, che l'operazione assicurativa realizza per lui con il meccanismo tecnico di compensazione e neutralizzazione dei rischi individuali. Esso si configura come interesse al beneficio del risparmio, di misura incerta rispetto al costo dell'operazione. Appare così chiaro che nell'assicurazione sulla vita si realizza una funzione giuridicamente riconosciuta diversa da quella soddisfatta con il risparmio pur non collegato all'evento di vita e realizzato con altri strumenti contrattuali che garantiscono la normale redditività del denaro". Da ciò l'A. citato fa discendere che l'ampio spazio lasciato all'autonomia privata dal legislatore è funzionale a perseguire nel migliore dei modi questa funzione tecnico-economica di

Come osservato<sup>25</sup>, infatti, le nuove esigenze di protezione delle polizze dal fenomeno dell'inflazione, comportavano, in primo luogo, il soddisfacimento della necessità di maggiore flessibilità nell'investimento delle riserve matematiche, per garantirne la redditività anche in presenza di un processo inflazionistico di lungo termine. Ed è proprio consentendo di perseguire questa esigenza primaria nel meccanismo assicurativo, attraverso il ricorso a nuovi meccanismi finanziari, che le polizze indicizzate e le polizze rivalutabili rappresentavano l'esaltazione della funzione dell'assicurazione sulla vita<sup>26</sup>. In fondo, è stato anche affermato che *"il contratto di assicurazione è la sistemazione giuridica di un'operazione economica che ha lo scopo, con un certo procedimento tecnico, di mettere a disposizione i mezzi per un bisogno eventuale, senza che la constatazione di tale bisogno diventi un requisito del contratto"*<sup>27</sup>.

### 3. Le problematiche connesse

Tuttavia, affiancando alla tradizionale *securum faciendi causa*, una pur ancora sussidiaria *lucranda causa*, le polizze rivalutabili

---

neutralizzazione dei rischi individuali: in questa autonomia si sviluppa la componente finanziaria che ha il compito di esaltare questa funzione di tutela dal processo inflazionistico.

<sup>25</sup> Gambino, *Finalità e tendenze attuali dell'assicurazione vita*, Assicurazioni, 1985, I, 475.

<sup>26</sup> Gambino, cit., p.476.

<sup>27</sup> Gobbi, *Osservazioni sulla relazione fra caratteri economici e caratteri giuridici dell'assicurazione*, Assicurazioni, 1936, I, 254: che riecheggia la soluzione - analizzata nel Cap.IV - in merito all'accertamento del danno derivante dall'evento vita di Ascarelli, *Elisir di lunga vita e interesse nell'assicurazione*, Riv.Trim.Dir.Proc.Civ., 1952, p. 1146.

gettavano un germe che di lì a pochi decenni sarebbe germogliato con floride e vivaci complicazioni. Una di queste era l'attribuzione della competenza sui controlli (tema che da tempo era dibattuto negli Stati Uniti d'America).

Si riteneva che il ruolo del controllo nei confronti delle nuove polizze fosse ancora insufficiente<sup>28</sup> e almeno una delle autorità interessate sembrava orientata nello stesso senso: nel 1999 la Consob affermava che *“la rilevata labilità del confine tra alcune categorie dei prodotti assicurativi (...) e gli strumenti finanziari veri e propri rende auspicabile l'adozione di cautele e regole di comportamento comparabili a quelle previste nel settore dei servizi d'investimento”*<sup>29</sup>. Una tale considerazione era alla base del confronto che si era già acceso circa la corretta individuazione della natura dei nuovi contratti. L'esigenza dell'esatta attribuzione della natura assicurativa o della natura finanziaria, nasceva dalla necessità di individuare il corretto regime di controlli applicabile e di conseguenza l'autorità competente; oltre a garantire la trasparenza e la corretta informazione del contraente finale. Tuttavia, una simile necessità era già stata da alcuni ritenuta insussistente: il problema della verifica della natura giuridica del contratto veniva superato decidendo di prescindere, perché i nuovi prodotti erano tanto tecnici e complessi (e non erano ancora arrivati i prodotti linked) da rendere quasi vano

---

<sup>28</sup> Volpe Putzolu, *L'innovazione finanziaria nel settore assicurativo*, Rassegna Economica, 1987, 570.

<sup>29</sup> Comunicazione Consob DIN/99061789 del 13 agosto 1999.



il tentativo di sbrogliare una simile matassa. Esisteva già una competente ed efficace autorità di controllo come l'Isvap, infatti, che rendeva superfluo porsi il problema di un'eventuale altra partecipazione o sostituzione nel medesimo ruolo<sup>30</sup>. Ed in materia di controllo, si riteneva che quello sul merito delle nuove operazioni era sempre preferibile a quello sulla trasparenza e l'informazione; tale profezia avrebbe visto una stupefacente conferma circa venti anni dopo, con l'esplosione dei problemi sulla responsabilità degli intermediari finanziari<sup>31</sup>. Nello stesso periodo tornava alla ribalta un contratto assicurativo di recente importazione, caratterizzato dai collegamenti a prodotti dei mercati finanziari: la polizza di assicurazione sulla vita index-linked.

---

<sup>30</sup> l'Isvap avrebbe poi svolto egregiamente il proprio ruolo, come si avrà modo di apprezzare allorchè analizzeremo la produzione regolamentare emanata in attuazione delle deleghe contenute nel c.d. Codice delle Assicurazioni Private-

<sup>31</sup> La citata posizione è stata espressa da Schlesinger, durante l'intervento al convegno "*Impresa assicurativa e gestioni patrimoniali*", riassunto da Battistig in *Assicazioni*, 1986, I, p.430.



## CAPITOLO II

### POLIZZE INDEX-LINKED

#### *1. Cenni storici.*

L'ingresso in Italia di polizze dal contenuto finanziario è datato intorno agli anni settanta, ma si tratta di un'innovazione che ha ben più risalenti nel tempo e nello spazio: segnatamente gli Stati Uniti d'America e gli anni cinquanta<sup>32</sup>. Anche allora il motivo era costituito dalla necessità delle imprese di assicurazione di rilanciare i propri prodotti vita in un periodo di alta inflazione. Il primo contratto ad essere interessato dall'incremento della componente finanziaria fu l'*annuity contract* (corrispondente alla nostra assicurazione per il caso vita), nella versione *variable annuity*: una parte del premio veniva destinata ad una gestione separata, confluendo in *separate account*. Ai risultati della gestione di questo fondo era legata la prestazione che l'assicuratore si impegnavano a corrispondere alla data di scadenza, in luogo della tradizionale somma fissa predeterminata. Il successo della nuova formula interessò presto anche le *life insurance* (corrispondenti alle nostre

---

<sup>32</sup> Miola, *Il Risparmio Assicurativo*, Napoli, 1988, da cui sono tratte anche le informazioni per il prosieguo della trattazione storica.

polizze caso morte), che successivamente iniziarono ad essere proposte nella nuova versione *variable*. In seguito, si sviluppò un acceso dibattito in merito ai controlli applicabili a questo nuovo tipo di assicurazioni: era in questione se dovessero essere considerate delle *security* (ossia strumenti negoziabili che rappresentano valori finanziari) ed in particolare un *investment contract*, o se dovessero, invece, essere classificate come normali *insurance*. La distinzione non era meramente nominale, poiché accogliere la prima ipotesi portava con sé l'applicazione del *Securities Act* del 1933 e delle stringenti norme in materia di obblighi di informazione e trasparenza<sup>33</sup>, in luogo della disciplina assicurativa, più vantaggiosa anche sotto il profilo fiscale. Della questione fu investita la Corte Suprema che in tre sentenze (che rappresentarono altrettanti *leading case*), formò il suo pensiero in materia<sup>34</sup>: per qualificare un contratto come assicurazione, è necessario che almeno una parte della prestazione sia corrisposta in misura fissa; ma anche quando garantisca un rendimento minimo, ciò non esclude automaticamente la natura finanziaria, quando l'assicuratore offra il prodotto facendo leva sulla prospettiva di consistenti guadagni derivanti dall'attenta gestione, piuttosto che sulla stabilità e la sicurezza dell'assicurazione; in ogni caso, anche l'impresa che offra, pure in misura marginale, *variable annuity contracts*, deve assoggettarsi alle prescrizioni dell' *Investment*

---

<sup>33</sup> Oltre al controllo da parte della Securities Exchange Commission (SEC).

<sup>34</sup> SEC v. Variable Annuity Life Insurance Company (VALIC), 1959; Prudential Insurance Company v. SEC, 1964; SEC v. United benefit Life, 1967.

*Company Act* del 1940.

Tuttavia, il dibattito è proseguito negli anni e non risulta ancora del tutto appianato, ma di esso in questo momento possiamo conservare due rilievi: (i) il primo è che l'esistenza di una garanzia minima non esclude la natura finanziaria dello strumento; (ii) il secondo, che essa si può desumere dalle modalità con cui il prodotto è collocato presso il pubblico<sup>35</sup>. La SEC, in virtù del proprio potere regolamentare ha, in seguito, tentato di emanare una *rule* che estendesse ai nuovi contratti assicurativi l'applicazione delle norme e dei controlli in materia finanziaria.

La medesima preoccupazione per la tutela dei contraenti si ritrovava in Gran Bretagna, dove nel 1971 era stato nominato il *Committee of Property Bonds and Equity Linked Life Assurance* per verificare se la disciplina dell'*Insurance Company Act* del 1982 fornisse sufficienti garanzie<sup>36</sup>. Tra l'altro, una delle prime definizioni dei nuovi prodotti linked è contenuta proprio nella *section 78, lett. b), Part III* dell'*Insurance Company Act* del 1982: "*contracts under which the benefits payable to the policy holder are wholly or partly to be determined by reference to the value of, or the income from, property of any*

---

<sup>35</sup> Soprattutto questo secondo punto non deve essere sottovalutato: se consideriamo che il consumatore conclude un contratto spesso sulla base delle caratteristiche presentate dal produttore, risulta chiaro che sottolineare i punti su cui questo ha fatto leva, può essere un valido indizio per la ricostruzione della causa, quanto meno intesa quale funzione economico-individuale dell'accordo. Si osserveranno più avanti, dinamiche simili anche nel nostro mercato interno, allorché esamineremo nel dettaglio alcune polizze.

<sup>36</sup> Volpe Putzolu, *Le polizze unit linked e index linked*, Assicurazioni, 2000, I, 233.

*description (whether or not specified in the contract) or by reference to fluctuations in, or in an index of, the value of property of any description (whether or not so specified)”<sup>37</sup>.*

Più avanti potremo comparare le reazioni della giurisprudenza e degli organi di controllo anglo-americani con i comportamenti assunti dall’organo di controllo e dalla giurisprudenza nazionali, allorché si è posto anche in Italia il medesimo problema. Ma prima vedremo come si presenta il contratto nel nostro ordinamento, esaminandone in particolare gli aspetti tecnico-economici.

## **2. Il contratto**

Le polizze index linked sono contratti di assicurazione sulla vita il cui rendimento è collegato al valore di un determinato indice o paniere di indici di mercato ad una scadenza pattuita<sup>38</sup>. Si tratta, quindi, di accordi in base ai quali l’assicuratore si obbliga a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente la vita umana: tale somma è individuata in base al rapporto proporzionale tra il capitale versato (premio) e il valore che un indice o un paniere

---

<sup>37</sup> *“Contratto nel quale il capitale o la rendita assicurati sono interamente o parzialmente collegati con il valore o il reddito di beni di qualsiasi tipo (siano o meno specificati in contratto) o collegati alle fluttuazioni del valore di beni di qualsiasi tipo (siano questi beni o meno specificati in contratto o a qualsiasi tipo di indice”*: traduzione di Volpe Putzolu in Volpe Putzolu, *L’innovazione finanziaria nel settore assicurativo*, Rassegna Economica, 1987, 573”. Il testo integrale dell’atto è consultabile all’indirizzo internet [www.statutelaw.gov.uk](http://www.statutelaw.gov.uk).

<sup>38</sup> Per un approfondimento, si rimanda alla pubblicazione *“Conoscere gli strumenti derivati”*, a cura di Villa e De Sanctis, su [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

di indici assume al momento della scadenza fissata<sup>39</sup>. Questo è lo schema base che caratterizza la struttura della polizza e che nella prassi contrattuale viene variamente articolato.

Nella generalità dei casi, l'evento della vita umana è individuato nella sopravvivenza dell'assicurato in una certa data (caso vita), con la previsione, altresì, di una prestazione per il caso di premorienza a tale data (caso morte), con cui l'assicuratore si impegna a corrispondere una somma variamente rapportata al valore assunto dall'indice nel giorno del decesso. Quindi, di norma, le polizze index-linked sono assicurazioni sulla vita miste (con copertura, cioè, sia per il caso vita, che per il caso morte). Il rapporto tra entità di riferimento (indice o paniere di indici) e prestazione (capitale o rendita) può essere meglio compreso se consideriamo entrambe le grandezze in maniera omogenea: così potremo quantificare la prestazione calcolandola in unità di conto pari a quelle impiegate per definire l'entità di riferimento. Poiché nel caso degli indici o valori simili si considerano unità monetarie nazionali, quantificheremo la prestazione dedotta in contratto in unità monetarie nazionali: nella data prevista dalla polizza, otterremo l'ammontare della prestazione moltiplicando il valore della singola unità per il numero delle stesse con cui esprimiamo la prestazione.

---

<sup>39</sup> Precisamente, nelle clausole contrattuali si fa più spesso riferimento al valore medio assunto dall'indice in tre momenti individuati nell'arco di durata del contratto. Così, se la scadenza è decennale, il valore a cui sarà collegato il maggior capitale da pagare all'assicurato sarà dato dalla media dei valori assunti dall'indice allo scadere del terzo, del sesto e del nono mese.

In questo schema, l'entità dell'impegno assunto dall'assicuratore varierà a seconda del valore assunto dall'entità di riferimento nel momento del decesso dell'assicurato (caso morte) o nel momento della scadenza del termine fissato (caso vita)<sup>40</sup>. Il legame tra la somma versata dall'assicurato all'atto della sottoscrizione (premio) e il numero di unità monetarie nazionali previste dalla prestazione dell'assicuratore è, quindi, funzione delle ipotesi di sopravvivenza: questa relazione esprime la componente c.d. "demografica" del contratto. Di conseguenza potremmo definire il "rischio demografico" a carico dell'assicuratore come la possibilità di scostamento tra le ipotesi di sopravvivenza e la sopravvivenza effettiva dell'assicurato; l'ammontare della somma dovuta dal primo varierà in funzione del momento in cui si verifica l'evento attinente la vita del secondo. Se questo è vero, altrettanto indubbio è che vi è un secondo rischio che influisce sull'ammontare della prestazione, ovvero il valore dell'indice di riferimento. Laddove in una polizza vita tradizionale l'assicurato si impegna a pagare una somma determinata al verificarsi degli eventi attinenti la vita umana e il rischio di impresa è legato al caso in cui il verificarsi di tali eventi non collimi precisamente con le statistiche; nelle polizze linked, unit e index, si deve tener conto di un'altra variabile, ossia l'oscillazione del valore di riferimento. Ed è qui che si ritrova la

---

<sup>40</sup> Come si è detto, più spesso il valore è la media di una serie di rilevazioni effettuate durante la durata del contratto.



peculiarità di queste polizze. L'aleatorietà dell'andamento del valore preso a riferimento per la determinazione del rendimento della polizza, "consente di qualificare i contratti linked come polizze con rischio di investimento a carico dell'assicurato"<sup>41</sup>. Qualora il contratto preveda la garanzia di un rendimento minimo, tale rischio resta per una parte in carico anche all'assicuratore, ovverosia per il rendimento garantito; se il valore dell'indice scende a tal punto che il valore del rendimento è inferiore al minimo garantito, la differenza sarà a carico dell'assicuratore. Queste diverse modalità determinano anche una diversa classificazione delle polizze: avremo allora che laddove l'assicuratore garantisce il rimborso del solo capitale versato o del medesimo maggiorato di un rendimento garantito, parleremo di *Guaranteed Index-Linked*; dove, invece, l'assicuratore garantisce il rimborso solo parziale del capitale versato, si avranno *Partial Guaranteed Index-Linked*. Tuttavia, non sempre le polizze prevedono questo limite, così che si possono avere contratti in cui il rischio di investimento è totalmente a carico dell'assicurato, che in diversi casi rischia anche di perdere il premio versato. In questi casi si parla di *Pure Index Linked*. Lo vedremo meglio più avanti. Adesso, per comprendere meglio queste dinamiche, approfondiamo il meccanismo finanziario dell'impresa di assicurazione.

---

<sup>41</sup> Corinti e Cucinotta, Quaderni Isvap n.5, 1999.

### ***3. Il meccanismo finanziario nell'impresa di assicurazione.***

L'assicuratore raccoglie presso il pubblico dei sottoscrittori una serie di premi, corrispettivi dell'obbligazione di pagare una certa somma al verificarsi di un evento attinente la vita umana. Si trova quindi con una liquidità attuale a fronte di un debito futuro. A garanzia di tale successivo ed eventuale adempimento, l'assicuratore provvede ad una serie di accantonamenti (alcuni dei quali previsti dalla legge), con cui costituire le riserve che gli permetteranno di fronteggiare l'eventualità che gli eventi assicurati si verificano, rendendo efficace l'obbligazione di pagamento. Si devono distinguere tali riserve da quelle patrimoniali: queste sono quote degli utili che l'impresa ottiene a fine esercizio; le riserve matematiche sono, invece, quote dei premi raccolti con la sottoscrizione delle polizze e sono queste che vengono accantonate per far fronte agli impegni futuri nei confronti degli assicurati. Queste ultime sono, dunque, accantonamenti passivi effettuati in considerazione della anticipazione dei ricavi rispetto ai costi. Tra le riserve tecniche, la riserva matematica è data dalla differenza tra il valore attuale degli impegni verso gli assicurati e il valore attuale degli impegni degli assicurati, specifica del ramo vita (metodo attuariale prospettivo). Tale calcolo consente all'assicuratore di individuare la somma da accantonare a garanzia. L'art. 38 del D.Lgs 209/2005 (Codice delle Assicurazioni Private) prevede che *"le riserve tecniche del lavoro diretto dei rami vita e dei rami danni, nonché le riserve*

di perequazione di cui all'articolo 37, comma 7, sono coperte con attivi di proprietà dell'impresa. Nella scelta degli attivi l'impresa tiene conto del tipo di rischi e delle obbligazioni assunte e dell'esigenza che sia garantita la sicurezza, la redditività e la liquidità degli investimenti, provvedendo ad un'adeguata diversificazione e dispersione degli attivi medesimi"<sup>42</sup>. Nel corso degli anni, per l'individuazione di questi attivi, le imprese si sono rivolte anche ai nuovi titoli, nell'ottica di dotarsi di strumenti capaci di replicare in maniera speculare gli impegni nei confronti degli assicurati e fornire a tempo debito l'adeguata provvista<sup>43</sup>.

In Italia, a seguito della collocazione di polizze index-linked, gli assicuratori provvedevano alla copertura dei relativi impegni acquistando titoli "strutturati", che appunto replicavano le prestazioni offerte agli assicurati. Non di rado, il titolo strutturato non era solo l'attivo a copertura degli impegni assunti, ma corrispondeva all'entità di riferimento delle prestazioni pattuita in

---

<sup>42</sup> Comma modificato dalla lettera a) del comma 1 dell'articolo 3, Decreto legislativo 29 febbraio 2008, n. 56: che ha modificato anche il comma 2, il quale adesso prevede che *"l'impresa può coprire le riserve tecniche esclusivamente con le categorie di attivi, compresi gli strumenti finanziari derivati, che sono ammessi nel regolamento adottato dall'ISVAP. L'Istituto stabilisce, nel medesimo regolamento, le tipologie, le modalità, i limiti di impiego e le relative quote massime nel rispetto delle disposizioni previste dall'ordinamento comunitario"*. Tale regolamento è attualmente in fase di emanazione, dopo che il 30 settembre 2010 si è chiusa la fase di pubblica consultazione. *"Il Regolamento - riporta la relazione accompagnatoria dello schema dello stesso - introduce, inoltre, delle limitazioni all'utilizzo dei titoli strutturati e dei titoli derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione, al fine di contenere il rischio di investimento"* -

<sup>43</sup> Data l'elevata propensione al rischio degli investimenti nei nuovi strumenti finanziari derivati, l'Isvap è intervenuta a più riprese per limitare la possibilità per le imprese di ricorrere a questo tipo di attivi per coprire le riserve tecniche: tra gli ultimi, si veda il Prov. 2530 del 03 luglio 2007.

polizza. Prendiamo, ad esempio, l'ipotesi che il rendimento sia legato alla media del valore assunto nell'arco di dieci anni dall'indice DJ Sotxx 50: ciò significa che l'incremento di capitale dovuto all'assicurato sarà pari a tale valore. L'assicuratore ha, dunque, interesse a dotarsi di un attivo che alla stessa scadenza sarà in grado di offrire lo stesso risultato: così compra obbligazioni collegate ad opzioni indicizzate in base alle quali al decimo anno avrà diritto a vendere le medesime allo stesso valore medio dello stesso indice cui è parametrata la polizza.

Nelle index-linked, infatti, il premio versato dall'assicuratore (al netto di imposte e costi) viene *“investito dall'impresa in titoli obbligazionari la cui prestazione è a sua volta collegata all'andamento di indici azionari, secondo le medesime modalità previste nella polizza, ed in cui è presente una prestazione minima garantita. Ne consegue che gli impegni dell'assicuratore risultano di fatto correlati all'attivo dell'impresa”*<sup>44</sup>. Di fatto, quindi, *“l'assicuratore trasferisce totalmente all'assicurato il rischio di investimento”*<sup>45</sup>. Fino a quando il rendimento offerto in polizza e il valore dell'attivo acquistato a copertura rimangono slegati, il rischio che il valore dell'attivo non sia tale da consentire all'assicuratore di corrispondere il premio è totalmente a

---

<sup>44</sup> Corinti e Cucinotta, cit..

<sup>45</sup> Corinti e Cucinotta, cit.. Nella Circ.332/D/1998 - abrogata dal recente Reg.32/2009 - il rischio di investimento era definito come *“rischio che gli attivi non producano un rendimento sufficiente o non conservino un valore tale da consentire all'impresa di soddisfare l'impegno contrattuale assunto nei confronti del contraente”*.

carico dell'assicuratore medesimo. Nel momento in cui l'eventualità della perdita di valore dell'attivo corrisponde esattamente all'eventualità della perdita di valore del rendimento offerto in polizza (perché il secondo è legato al primo), il connesso "rischio finanziario" è a carico dell'assicurato, che sarà il soggetto inciso dalla perdita. Infatti, non ci sarà differenza tra valore della prestazione dovuta e valore dell'attivo posseduto, perché saranno uguali; non ci sarà il rischio (che sarebbe a carico dell'assicuratore) che l'attivo abbia un valore inferiore alla prestazione dovuta in base alla polizza. Tale eventualità rimane (e quindi il rischio di investimento è almeno parzialmente distribuito tra assicuratore e assicurato) quando la polizza preveda un rendimento minimo o la restituzione almeno del capitale: in questi casi, infatti, se il valore dell'attivo (l'obbligazione strutturata) sarà inferiore al minimo garantito o al capitale versato, la differenza sarà a carico dell'assicuratore<sup>46</sup>. In qualunque misura si attui il trasferimento in capo all'assicurato, tale circostanza comporta che accanto ai profili assicurativi, nei nuovi prodotti si aggiungono anche profili tipici dei servizi di investimento: con ricadute non soltanto sotto il profilo della vigilanza, ma soprattutto dal punto di vista della disciplina

---

<sup>46</sup> Il quale si tutela contro tale evenienza, destinando parte del premio all'acquisto di obbligazioni zero coupon che alla stessa scadenza dello strutturato - e della polizza - assicurano un rendimento pari al valore della garanzia minima promessa.

applicabile<sup>47</sup>. In virtù di tutto quanto sopra esposto, la normativa in materia di acquisto di attivi a copertura degli impegni derivanti dall'emissione di questi contratti, prevede l'applicazione del c.d. principio del "close matching", in base al quale l'impresa deve investire in strumenti atti a replicare nella maniera più fedele possibile l'andamento del valore di riferimento<sup>48</sup>. Poiché il principio di stretta coincidenza tra impegni assunti e valori accantonati non è pienamente applicabile, nel caso delle index linked oltre alla riserva c.d. "base", nel caso in cui l'impresa abbia assunto l'impegno ad una garanzia minima, la "base" viene affiancata da una riserva c.d. "addizionale". Lo stretto legame tra attività di investimento dell'impresa di assicurazione e accantonamento delle riserve, oltre a comportare il trasferimento del rischio finanziario dall'assicuratore all'assicurato, comporta un altro ribaltamento, poiché non è più la determinazione degli impegni a condizionare l'attività di investimento, bensì il contrario. L'attività di investimento diventa, in questo frangente, l'elemento condizionante delle modalità di accantonamento.

Sofferamoci per un momento sulle modalità di investimento<sup>49</sup>.

L'attivo costituito con la raccolta dei premi confluisce in una

---

<sup>47</sup> La legge interessata sarebbe in questo caso il Testo Unico della Finanza, applicabile a fianco o in competizione al Codice delle Assicurazioni Private.

<sup>48</sup> Ciò a garanzia anche dell'assicurato.

<sup>49</sup> Sull'effettiva rilevanza della gestione dell'attivo all'interno dell'accordo torneremo più avanti.

gestione separata<sup>50</sup> che investe in prodotti articolati, composti come visto da obbligazioni e opzioni, in genere congegnati da imprese specializzate<sup>51</sup>: non solo obbligazioni o titoli a reddito fisso, ma anche obbligazioni indicizzate (Index Bond) o, comunque, prodotti simili già confezionati. Riposa in questa seconda tranche di investimenti dell'attivo la principale caratteristica di queste polizze; in questo modo si può offrire un incremento maggiore e relativamente rapido, rispetto a prodotti tutelati dal solo investimento in obbligazioni a reddito fisso<sup>52</sup>. Ciò vale a differenziare questo prodotto dalle polizze rivalutabili, poiché nelle index-linked l'accrescimento delle prestazioni non dipende da tassi di rendimento periodici, ma dal valore corrente dell'entità di riferimento in un dato momento; e non si hanno, di norma, accrescimenti delle prestazioni assegnati in via definitiva (se non in presenza di opzioni cliquet)<sup>53</sup>.

La parte di premio disponibile per l'investimento in attivi viene impiegata per l'acquisto di una obbligazione zero coupon<sup>54</sup>: questo è

---

<sup>50</sup> Una gestione sui generis, poiché non richiede altro che l'attesa della scadenza del prodotto strutturato acquistato.

<sup>51</sup> Il titolo di debito si struttura in vario modo, ma può essere generalmente tripartito in: capitale garantito; eventuale cedola fissa; cedola variabile la cui entità è legata all'indicizzazione (Denis Masetti, in Bazzano, cit., p.21).

<sup>52</sup> Bazzano, *Index Linked e Unit Linked*, Milano, 1997.

<sup>53</sup> Corinti e Cucinotta, *Quaderni Isvap* n.5, 1999.

<sup>54</sup> Ossia senza diritto a cedole da staccare prima della scadenza. L'obbligazione è un titolo di debito emesso da società o enti pubblici (nel primo caso si parla di "corporate" bond; esempi del secondo tipo sono gli "UsTreasury Bond", ma anche i nostri Bot) che avendo bisogno di raccogliere liquidità, si rivolgono al mercato del risparmio collocando dei titoli che, a fronte del prezzo pagato, attribuiscono il diritto al rimborso, di solito maggiorato di un dato interesse periodico. In merito

---

alla struttura, si parla di obbligazioni "*plain vanilla*" per descrivere titoli dalla struttura semplice, come lo è la scelta di un gelato "tutto vaniglia", in riferimento alle cedole o alle modalità di rimborso del capitale. L'obbligazione può prevedere anche il pagamento periodico di cedole, "staccate" a scadenze prefissate e con cui si liquidano gli interessi maturati (obbligazioni a tasso fisso); il tasso potrebbe altresì essere variabile in corrispondenza della variazione di parametri di riferimento legati a tassi di interesse (BOT, EURIBOR, ecc.). Invece, nelle obbligazioni "*zero coupon*" non vengono corrisposti interessi prima della scadenza e quindi non si staccano cedole o coupon (da cui "zero coupon"): viene pagato solo il valore assunto dal titolo alla scadenza pattuita - il rendimento sarà dato dalla differenza positiva tra l'ultimo valore e il prezzo di sottoscrizione, ossia il valore iniziale. L'obbligazione si dice, poi, "strutturata", quando viene affiancata da una o più opzioni non negoziabili separatamente (la definizione del regolamento della Borsa Italiana Spa, dice che "*per obbligazioni strutturate si intendono quei titoli obbligazionari il cui rimborso e remunerazione vengono indicizzati all'andamento dei prezzi di una delle seguenti attività finanziarie: azioni o panieri di azioni quotate in Borsa in Italia o altro stato; indici azionari o panieri di indici azionari; valute*", citata in Liera, "*Tutti gli strumenti del risparmio - 1*", 2006, Il Sole24Ore-Schroders). L'opzione è uno strumento finanziario che dà all'investitore il diritto (non l'obbligo) di acquistare (obbligazione '*call*') o di vendere (obbligazione '*put*') una determinata attività in base a un prezzo prestabilito entro una certa scadenza (Bazzano, *Index-linked e Unit-Linked*, Milano, 1997, 26). Anche le opzioni possono essere di svariati tipi, almeno tante quante sono le attività acquistabili e le modalità di esercizio dell'opzione: a titolo esemplificativo, si distinguono opzioni su titoli e su indici (nel primo caso si parla di azioni di una singola società, mentre l'indice rappresenta la somma dei risultati di un paniere di società, con il vantaggio di effettuare un investimento diversificato con una sola operazione di acquisto); americane (opzione esercitabile in qualsiasi momento) ed europee (opzione esercitabile solo alla scadenza prevista). Un'opzione su indice consente di beneficiare della variazione positiva di valore registrata da un certo indice in un certo arco temporale: nell'opzione *plain vanilla*, ad esempio, alla scadenza si ha diritto a ricevere una somma pari al valore in percentuale dell'incremento guadagnato dall'indice in quel momento, rispetto al giorno di sottoscrizione. Risulta evidente, come dalla combinazione di obbligazioni e opzioni, ciascuna nelle sue molteplici varianti, si possano confezionare infiniti prodotti dalla non sempre facile riduzione in categorie omogenee. Una di queste (ed è quella che più interessa in questa sede) può tuttavia essere individuata nelle "obbligazioni *linked*": in esse il rendimento è collegato all'andamento di determinati prodotti finanziari o reali, quali azioni o panieri di azioni (*equity linked*), indici (*index linked*), tassi di cambio (*forex linked*), merci (*commodities linked*), ecc. Con le obbligazioni *linked* il risparmiatore ha il vantaggio di poter ottenere a scadenza un premio commisurato all'andamento del prodotto sottostante. Si tratta, in sostanza, di "prodotti" il cui valore deriva da quello di altre attività sottostanti e per questo si parla in generale di "prodotti derivati". La finalità di queste operazioni complesse, è quella di gestire i c.d. "rischi di mercato", legati per esempio alle variazioni sfavorevoli dei prezzi di titoli azionari, di tassi di interesse o di cambio. Si intende proteggere l'attività sottostante, investendo in prodotti derivati di segno opposto



l'investimento che fornisce la garanzia di un reddito minimo e pertanto la quota impiegata per l'acquisto dell'obbligazione sarà tanto più alta, quanto maggiore sarà la garanzia prestata dall'assicuratore. La seconda parte viene investita nell'acquisto di una o più opzioni su indici, ossia in titoli che, dietro pagamento di un premio a perdere, garantiscono il diritto di rivendere al prezzo

---

stipulati con altri soggetti, di modo che i risultati delle due operazioni si compensino. Un esempio chiarificatore, che ci consentirà di evidenziare la ratio dell'operazione rimanendo nell'ambito assicurativo, è quello dei Cat-Bonds (Catastrophal Bonds): l'operazione prevede che l'impresa di assicurazione che ha assicurato dei soggetti contro rischi catastrofali (terremoti, tifoni, ecc., e detta "sponsoring firm"), costituisca una società di riassicurazione cui trasferire questi rischi (un c.d. Spv, Special Purpose Vehicle). L'Spv emette un prestito obbligazionario con cui in sostanza gira il rischio di questi eventi al mercato: le obbligazioni, infatti, prevedono il pagamento dell'interesse nelle ipotesi che, alla scadenza, non si siano verificati gli eventi catastrofali; viceversa, non viene corrisposto alcun interesse. Si tratta di obbligazioni indicizzate al valore di un indice che rappresenta la sinistrosità di un settore (indice degli eventi catastrofici e dei danni causati in una determinata area geografica, ad esempio). Contestualmente all'emissione delle obbligazioni, l'Spv stipula un contratto di riassicurazione con la sponsoring firm, che ha una durata temporale pari o comunque non superiore a quella del prestito e per un valore di circa l'80% del medesimo. Inoltre, le somme raccolte con l'emissione del prestito, sono in parte investite in attività finanziarie liquide. Cosa succede alle varie scadenze pattuite nelle obbligazioni collocate sul mercato? Se nell'intervallo di tempo dalla sottoscrizione alla scadenza, si è verificato l'evento catastrofale riassicurato dalla Spv, avremo che questa dovrà pagare la somma pattuita con la sponsoring firm riassicurata; e dall'altro lato, tratterrà gli interessi sulle somme ricevute dagli obbligazionisti (poiché si è verificata la condizione in base alla quale non sono dovuti interessi) e con questi farà fronte all'impegno di riassicurazione. Se, invece, l'evento non si è verificato, l'Spv avrà dovuto solo assolvere all'obbligo di corrispondere gli interessi. Le somme da sborsare verranno dal rendimento del collaterale in cui sono state investite le somme raccolte: esse fungono, altresì, da fondo per i rimborsi alla *sponsoring firm*) (per le obbligazioni e i derivati, Franza, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, Contratti, 2009, 1, p.74, in particolare le note nn.4 e 5 per una prima bibliografia; La Sala e Bruno, *Dall'obbligazione plain vanilla, all'obbligazione strutturata*, Società, 2009, 6, 689; Piccinini, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, Contratto e Impresa, 2010, 2, 499. Per i cat-bonds, Misani, *Il risk management fra assicurazione e finanza*, Milano, 1999, 25.

della performance fatta segnare da un particolare indice in un determinato momento. L'impresa di assicurazione, infatti, in questo campo spesso opera quasi alla stregua di un intermediario, raccogliendo il risparmio e investendolo in prodotti confezionati da imprenditori terzi. La composizione di questi "pacchetti" può essere altrettanto varia e complicata ed è questa sua natura che dà il nome di "strutturato"<sup>55</sup> al prodotto in cui l'assicuratore investe il premio. In forza di ciò, l'investitore (qui l'assicuratore) deve disporre dell'intera somma necessaria nel momento della sottoscrizione dell'emissione dei prodotti strutturati: quindi, la campagna di raccolta dei premi (ovverossia di sottoscrizione delle polizze) deve avvenire prima della data di decorrenza dell'emissione. Per questo motivo, i contratti vengono collocati in un arco temporale antecedente all'emissione della polizza e solo laddove si raggiunga la somma necessaria, si procederà alla sottoscrizione e (alla stessa data di decorrenza dell'emissione dei prodotti strutturati) al pagamento dei premi. Il premio sarà versato in un'unica soluzione, come avviene per gli investimenti finanziari<sup>56</sup>.

Appare già qui chiaro come il meccanismo delle polizze index-linked sia articolato, schiacciato (si potrebbe dire), sul tecnicismo

---

<sup>55</sup> La definizione del regolamento della Borsa Italiana Spa, dice che *"per obbligazioni strutturate si intendono quei titoli obbligazionari il cui rimborso e remunerazione vengono indicizzati all'andamento dei prezzi di una delle seguenti attività finanziarie: azioni o panieri di azioni quotate in Borsa in Italia o altro stato; indici azionari o panieri di indici azionari; valute"*, citata in Liera, *Tutti gli strumenti del risparmio* - 1,2006, Il Sole24Ore-Schroders.

<sup>56</sup> La giurisprudenza ha mostrato di essere sensibile a questa circostanza: vedi *infra* Cap VI.

dell'operazione più che sulla formalità dell'accordo. Per una maggiore comprensione dei meccanismi esposti, quindi, esaminiamo alcune polizze index-linked emesse nel nostro paese.

#### *4. La fattispecie: alcuni casi concreti*

Entriamo adesso nel merito del contratto, esaminando alcuni esemplari di polizze index-linked . Nella scelta dei prodotti, si è fatto riferimento ad alcuni dei principali operatori del settore (Axa, Reale, ecc.), ad imprese tradizionalmente associate all'idea della previdenza (Poste Spa) e a quanto è stato già oggetto di contenzioso (Unicredit, Helvetica)<sup>57</sup>; riguardano sia emissioni risalenti, che offerte recenti, così da avere la possibilità di valutare l'influenza degli intervenuti mutamenti normativi<sup>58</sup>. L'attenzione sarà rivolta non soltanto all'articolato meccanismo finanziario, ma ad altri punti della documentazione fornita al contraente (non ultimi gli slogan e le funzioni attribuiti al contratto) che sono oggetto di interpretazione in dottrina e giurisprudenza. Si tralascerà di citare opzioni di conversione del capitale corrisposto, clausole di riscatto ed altri punti non rilevanti al fine del discriminare della natura e comuni a tutte le polizze esaminate, nonché ai tradizionali contratti sulla vita. In tutti i casi, infatti, si fa riferimento ai vantaggi fiscali e

---

<sup>57</sup> Come sarà più avanti esaminato, quando affronteremo la giurisprudenza in materia.

<sup>58</sup> In particolare, risulterà interessante confrontare le emissioni precedenti e successive al Regolamento Isvap n. 32 dell'11 giugno del 2009.

all'impignorabilità e inalienabilità previsti dalla normativa sull'assicurazione vita. Prima di cominciare, si rileva la circostanza<sup>59</sup> che quasi tutte le polizze esaminate prevedono espresse coperture assicurative contro rischi demografici (intitolando in questi termini paragrafi e articoli di Nota, Prospetto e Condizioni di polizza) solo per il caso morte; mentre il "caso vita" è nominato all'interno delle clausole che regolano i pagamenti alla scadenza della polizza.

#### ***4.1. Roma Vita Spa, Progetto Performance 8***

La nota informativa, punto 2, descrive il contratto come *"un'assicurazione sulla vita a premio unico di tipo IndexLinked con prestazioni collegate all'andamento di un basket di 20 titoli azionari [meglio descritti all'art. 4 delle condizioni di polizza: N.d.A.] presi a riferimento"*. Nel precisare che la polizza comporta rischi finanziari per il contraente, si aggiunge che *"la Società ha selezionato un titolo obbligazionario di adeguata sicurezza e negoziabilità considerato che, in caso di inadempimento da parte dell'Ente Emittente di tali attività finanziarie, eventuali effetti secondari pregiudizievoli sono in capo al Contraente"*. Anche qui si fa riferimento alla circostanza che l'emissione dei titoli obbligazionari su cui investe la polizza è limitata, per cui ci si riserva di chiudere anticipatamente la fase della sottoscrizione. Le prestazioni assicurate prevedono che a scadenza viene corrisposto il capitale iniziale pari al premio versato ed *"E'*

---

<sup>59</sup> Se più lessicale che giuridica, avremo modo di valutarlo più avanti.

*comunque garantito che il capitale minimo liquidabile a scadenza non è inferiore al capitale iniziale”; viene assicurato anche il caso morte, al verificarsi del quale (oltre al valore del capitale iniziale moltiplicato per il rapporto tra quotazione del titolo obbligazionario strutturato e valore nominale del titolo stesso posto uguale a 100), si offre una maggiorazione percentuale che è funzione dell’età dell’assicurato al momento di stipulazione della polizza (decescente all’aumentare dell’età stessa). La durata del contratto segue la durata dell’emissione del titolo strutturato, dal 28 giugno 2001 per 8 anni ed entro la data iniziale deve essere stato versato l’intero premio unico. Dell’obbligazione strutturata, cui è dedicato il punto 3.2, si dice solo che ad essa sono legate le prestazioni contrattuali, che si tratta del “Lehman Brothers Treasury BV” emesso specificatamente per questa serie di contratti (ed il cui rendimento è quindi collegato all’indice dei venti titoli azionari di cui alla descrizione) e che esso è garantito dalla “Lehman Brothers Holdings Inc”, primaria banca d’investimento americana, che ha attualmente un rating<sup>60</sup> Moody’s di A2 e*

---

<sup>60</sup> Il ruolo del “rating” è stato messo in discussione in occasione dei recenti default internazionali, dalla bolla immobiliare statunitense, al caso della Grecia. Si tratta di una valutazione sull’affidabilità dei prodotti finanziari, eseguita da società private; la valutazione avviene su incarico, spesso degli stessi valutati e questo apre non pochi margini di dubbio circa la trasparenza e l’affidabilità. Di fatto, il “rating” è diventato un parametro imprescindibile nelle contrattazioni e questo rende ancora più urgente un intervento in materia. Si tratta di un argomento troppo vasto per essere anche solo accennato in questa sede, dove non assume un interesse immediatamente rilevante. Si rimanda tuttavia per un esame aggiornato agli ultimi interventi a De Bellis, *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating (commento a Regolamento CE n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009)*, Giornale di diritto amministrativo, 2010, fasc. 5, 453. Per una riflessione sulla responsabilità delle società di rating in materia di

*Standard & Poor's di A (...) Ad ogni anniversario del contratto e comunque su richiesta scritta, la Società comunica al Contraente la quotazione del titolo (...)*": verosimilmente, qui, per "contraente" si intende la compagnia di assicurazione che investe direttamente e quindi può meglio comprendersi l'apparente ossimoro della "garanzia" prima citata e che nel punto 3.2 viene ripetuta: *"La Società ha selezionato un titolo obbligazionario di adeguata sicurezza e negoziabilità considerato che, in caso di inadempimento da parte dell'Ente Emittente di tali attività finanziarie, eventuali effetti economici pregiudizievoli sono in capo al Contraente"*. Nulla viene indicato circa la composizione dell'obbligazione strutturata, come invece altrove ben evidenziato. Gli artt. 3 e 5 delle condizioni di polizza, replicano la Nota Informativa rispettivamente in tema di prestazioni e di capitale liquidabile a scadenza.

#### **4.2 Realindex 2002 - Janus**

Il modello del fascicolo informativo redatto da "Reale Mutua Assicurazioni" viene descritto nel riquadro di copertina come *"il prodotto vita che salvaguarda il potere di acquisto del capitale e indicizza le proprie performance al Fondo Janus Balanced Fund"*. L'art. 2.2 delle condizioni di assicurazione prevede che l'assicurazione entra in vigore dalla data di decorrenza del contratto (21/03/2002),

---

risarcimento del danno causato agli investitori, si veda Capriglione, *Prodotti di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, BBTC, 2008, p. 20.

sempreché sia stato pagato il premio. Dalla data di decorrenza, il contratto si intende concluso tra le parti<sup>61</sup>. Tale data iniziale è quella di emissione dell'Obbligazione indicizzata 2002-2007 emessa da Dexia Crediop Spa (art.2.3)(emissione 21/03/2002, scadenza 21/03/2007, da punto 8 della Nota Informativa), meglio descritta nella Nota informativa al punto 6: una componente obbligazionaria zero coupon che garantisce il capitale, pari a 79,10%; una componente derivata (opzione, per il 9,05%) che fornisce l'esposizione all'andamento dell'indice di inflazione "area euro" e da un'opzione esotica sul fondo Janus World Fund plc -Balanced Fund (9,30%). Si precisa che il pagamento delle prestazioni è condizionato alla solvibilità dell'emittente l'Obbligazione 2002-2007, con l'avvertenza che l'entità della prestazione possa essere inferiore al capitale inizialmente versato. Quindi l'impresa compra l'obbligazione strutturata di Dexia, che a sua volta dipende nel suo valore dal Fondo Janus. Si espone nella Sezione B, che il contraente, a causa della natura della polizza, può essere esposto ai rischi tipici dei titoli di capitale (rischio specifico - legato alla variazione del titolo - e rischio generico o sistematico - legato alla fluttuazione dei

---

<sup>61</sup> Si deve ritenere che la terminologia sia impiegata impropriamente, giacché è la sottoscrizione che perfeziona di per sé il contratto: qui, invece - come si legge di seguito - la data di decorrenza non è quella di sottoscrizione, bensì di emissione del titolo. Potremmo parlare, in relazione al limite temporale, di termine iniziale di efficacia; senonché, altra condizione posta è la disponibilità del titolo. Ciò denuncia che prima dell'emissione del titolo strutturato, la compagnia di assicurazione raccoglie risparmi e si riserva di considerare perfezionati/efficaci solo i contratti conclusi con coloro che potranno essere soddisfatti nella distribuzione dei titoli.

mercati su cui il titolo è negoziato) e al rischio di controparte (il rischio di insolvenza dell'emittente il titolo), al rischio di interesse (legato alla variabilità dei prezzi derivante dalle fluttuazioni dei tassi di interesse di mercato) ed al rischio di liquidità (assenza di mercato su cui vendere il titolo). L'assicurazione è prestata tanto per il caso vita, quanto per il caso morte.

Le polizze che seguono sono emanate all'indomani delle sostanziali novità normative in campo sia assicurativo, che finanziario: d.lgs 209/2005 (Codice delle Assicurazioni Private), d.lgs. 206/2005/Codice del Consumo), d.lgs 58/98 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) e successive modifiche (tra cui per importanza citiamo la c.d. "legge sul risparmio", l 262/2005), d.lgs 190/2005 (attuativo della direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari) e normativa secondaria principalmente emanata dall'Isvap tramite circolare, nonché regolamenti attuativi delle deleghe indicate agli art. 183 e 185 del Codice delle Assicurazioni Private (Circ. 551/D del 2005 in tema di trasparenza nell'assicurazione vita; 533/D del 2004 in tema di distribuzione delle polizze assicurative, incasso premi e pubblicità dei prodotti assicurativi)<sup>62</sup>.

---

<sup>62</sup> Landini, *Informativa precontrattuale e trasparenza nell'assicurazione vita*, Assicurazioni, 2007,I, 232.



### **4.3. Index Axa Best Coupon 7%**

Rispetto alle precedenti informative, appare più chiaro e articolato nelle sue indicazioni il fascicolo informativo di questa polizza (datato Maggio 2007), il quale contiene la Scheda sintetica, la Nota informativa, le Condizioni generali di assicurazione e il Modulo di proposta contrattuale (oltre a un glossario e all'informativa sul trattamento dei dati personali). Il punto 2 della Scheda descrive il contratto come *“una polizza sulla vita di tipo index linked finalizzata a soddisfare un’esigenza di risparmio attraverso l’investimento nell’indice Dow Jones EUROSTOXX 50<sup>63</sup>”*: la componente finanziaria sembra, quindi, subordinata all’elemento assicurativo. Eppure già il paragrafo 4, sui rischi a carico del contraente, chiarisce la possibilità di ottenere somme inferiori al premio versato. Procediamo con ordine e rivolgiamoci alla Nota informativa.

Il contratto è definito come *“assicurazione sulla vita di tipo index-linked a Premio Unico e durata prestabilita”*, in cui i rischi a carico del contraente sono quelli *“propri di un investimento obbligazionario”* ed in particolare rischio specifico, generico o sistematico, di controparte, di interesse, di liquidità (paragrafo 3, pag. 7). Il paragrafo successivo riporta le prestazioni assicurative: è dovuto un premio unico, da corrispondere all’atto della sottoscrizione ed il

---

<sup>63</sup> Si tratta dell’indice azionario *“formato dai 50 titoli che rappresentano le società a maggiore capitalizzazione appartenenti all’euro zona”*, come chiarito all’inizio del paragrafo 7 della Nota-

contratto avrà efficacia dal 20 giugno 2007 al 20 giugno 2011 (arco temporale di validità del sottostante da acquistare) e si precisa che una parte del premio viene accantonata per far fronte al rischio di decesso dell'assicurato, il quale è coperto dalla restituzione del premio versato eventualmente maggiorato di un bonus (previsto dal paragrafo 12 in misura da 1 a 1,5 %). Il caso vita è assicurato dal pagamento di una cedola pari al 7% dopo il primo anno e tre cedole variabili in funzione dell'andamento dell'indice, alla fine del secondo, terzo e quarto anno di durata del contratto. Se alla scadenza l'assicurato è in vita, la compagnia pagherà il bonus dell'art. 12 e un'eventuale cedola variabile: subito dopo si precisa che non è garantito alcun rendimento minimo e che in conseguenza del *“deprezzamento del titolo a causa dell'insolvenza totale o parziale dell'emittente, l'entità della prestazione della compagnia potrebbe risultare inferiore al premio versato”*. Il paragrafo 8 descrive l'attivo che l'impresa acquista a copertura degli impegni tecnici assunti e si tratta di un titolo strutturato, *“Napoleon Target 7%”*, della durata quadriennale pari a quella della polizza, dal 20 giugno 2007 al 20 giugno 2011, composto (*lett.k*) da una obbligazione zero coupon di valore di acquisto pari all'84,05% del prezzo nominale del titolo; e dalla componente derivata consistente in un'opzione sull'indice di riferimento, del valore del 9,55% del prezzo complessivo. Il paragrafo 11, infatti, indica che il 100% del premio unico versato

sarà impiegato per il 6,40% a copertura di costi<sup>64</sup>, al 9,55% per l'acquisto della componente derivata dell'attivo e per l'84,05% nell'acquisto della componente obbligazionaria. Il punto 14 (che replica quanto previsto dall'art.6 delle condizioni generali di contratto), infine, spiega che il contratto *"si perfezionerà"* a decorrere dalle ore 24 del 20 giugno 2007, a condizione che *"il Contraente abbia sottoscritto la proposta di assicurazione e versato il Premio entro il 20 giugno 2007 e che il titolo strutturato sia ancora disponibile"*<sup>65</sup>. Infine, nelle *"Condizioni generali di assicurazione"*, prima dell'art. 1 è specificato che il contratto è disciplinato dalla seguente documentazione: *"(...) da quanto indicato nel fascicolo informativo contenente tutti i documenti di polizza, comprensivi di eventuali Appendici"*; l'art. 2 indica che il titolo strutturato che rappresenta l'attivo a copertura degli impegni assunti è detenuto dalla compagnia (condizione scontata, in quanto attivo a copertura), ma giova richiamare che il paragrafo 3 della Scheda sintetica (e quindi del documento che prima di tutti rappresenta l'incontro del cliente con il prodotto, tale da determinare una sorta di imprinting) è indicato che *"con la sottoscrizione del presente Contratto il Contraente acquista un titolo strutturato complesso, che comporta l'assunzione di*

---

<sup>64</sup> Si precisa comunque che, "in ogni caso, il costo implicito (6,40%) di cui sopra non inciderà sulla prestazione alla Data di Scadenza, in quanto verrà rimborsato il 100% del Premio Versato".

<sup>65</sup> Vale quanto detto a proposito della medesima clausola del contratto Janus. Tuttavia, il ritornare di una pattuizione così formulata, sembra denunciare, quantomeno, la forte dipendenza tra il contratto e l'attivo acquistato dall'assicuratore per far fronte agli obblighi assunti.

posizioni su strumenti finanziari”.

#### **4.4 Zurich Maextra**

La Zurich Life Insurance offre nel 2005 una polizza per la descrizione del contenuto della quale possiamo direttamente far riferimento all'art.1 delle condizioni di polizza: *“In base al presente contratto, la Società si impegna a pagare ai Beneficiari, sia in caso di vita dell'Assicurato, sia in caso di sua premorienza, l'ammontare maturato dal titolo di debito zero coupon “Lehman Brothers 8y Zero Coupon Note” (in seguito le Obbligazioni) emesso da Lehman Brothers Treasury Co., e dallo strumento finanziario derivato “Quartet Option” emesso da Deutsche Bank AG London (in seguito il Derivato), acquistati per far fronte alle prestazioni stesse”*: la durata del contratto segue la vita dell'obbligazione, dal 18 luglio 2005 al 18 luglio 2013. Chiaro che l'acquisto è effettuato dalla compagnia, come investimento degli attivi a copertura delle obbligazioni assunte, si può far riferimento ai chiarimenti circa i rischi assunti, evidenziati nella Nota Informativa: *“(...) il Contraente assume il rischio connesso all'andamento di tali parametri, in funzione del particolare meccanismo di collegamento delle prestazioni ai parametri stessi (...) Non vi è, né offerta dalla Società, né offerta dall'Emittente le Obbligazioni, dall'Emittente il Derivato o da altro soggetto, una garanzia di valore minimo in occasione del riscatto né quindi la certezza di poter recuperare il premio versato”*. In particolare, *“in considerazione del fatto che il rischio di controparte ricade sul Contraente,*

*le prestazioni previste dal contratto, tra le quali la restituzione a scadenza di un ammontare pari al premio versato, non sono in alcun modo garantite dalla Società". Un'altro passo della Nota Informativa richiama una condizione di cui già abbiamo avuto esempio nelle precedenti analisi è la seguente: "L'emissione dei contratti è limitata nell'ambito di un importo complessivo prefissato dalla Società e corrispondente al valore delle Obbligazioni complessivamente acquistate dalla Società. Una volta raggiunto il limite complessivo di importo, la Società non potrà accettare altre proposte ed emettere i relativi contratti".*

#### ***4.5. Quotazione Clean Future Index di Montepaschi Vita.***

Il prospetto offre l'indicazione della natura di polizza index linked (oltre al richiamo del deposito del prospetto in Consob). A pagina 3 della scheda sintetica, leggiamo che *"la Società non offre alcuna garanzia di restituzione del capitale nominale o di rendimento minimo. Pertanto, per effetto dei rischi finanziari dell'investimento vi è la possibilità che l'investitore-contraente ottenga, al momento del rimborso, un ammontare inferiore al capitale nominale"*. Sul sito, la polizza veniva presentata nei seguenti termini: *"Quotazione è la polizza vita che abbina alle caratteristiche peculiari dei contratti assicurativi il fascino dell'investimento in Borsa. Quotazione, infatti, permette di sfruttare le opportunità dei mercati azionari attraverso modalità di indicizzazione*

*diverse per ogni singola emissione, a seconda delle condizioni di mercato*<sup>66</sup>.

Possiamo osservare che la funzione sembra non essere propriamente quella di scambiare “premio contro sicurezza”, bensì quella di conseguire un lucro sfruttando le opportunità dei mercati finanziari<sup>67</sup>. A pag.3 del Prospetto Informativo-Parte I, troviamo la tabella di ripartizione del premio: a fronte dell’investimento minimo, il 5% viene trattenuto come costo di prelevamento dall’assicuratore (Punto B) e il rimanente 95% viene impiegato per il 79,70% per l’acquisto della componente obbligazionaria(A1); il restante 15,30% per l’acquisto della componente derivativa (A2). Nessuna percentuale è destinata a coperture assicurative (D). Di seguito, si passa a descrivere l’investimento: è una obbligazione strutturata (denominata “5 Years Futuro Verde”), collegata all’andamento di tre indici azionari, emessa da un investitore istituzionale terzo rispetto ai contraenti la polizza (JP Morgan Chase Bank N.A.) e si riporta anche il “rating”. Seguono le descrizioni delle due componenti: la componente obbligazionaria ha un rendimento nominale annuo del 4,66%; la componente derivativa è una opzione call su tre indici di borsa (DJ Eurostoxx 50, ECPI

---

<sup>66</sup> *“Spesso le assicurazioni sulla vita non si stipulano che per suggestione dei produttori, i quali cercano non le ragioni più fondate ma quelle che possono più facilmente far effetto sull’individuo che vogliono suggestionare”, Gobbi, Osservazioni sulla relazione fra caratteri economici e caratteri giuridici dell’assicurazione, Assicurazioni, 1936, I, 254. Si ricordi, altresì, le linee guida dei leading case della SEC.*

<sup>67</sup> Così sostiene in generale Rossetti, Polizze Linked e tutela dell’assicurato, Assicurazioni, 2002, I, p.225.

GLobal Renewal Energy; S&PGlobal Water Eu). L'orizzonte temporale va dal periodo di osservazione iniziale del rendimento, 31/10/2007 (presumibile data ultima per la sottoscrizione), al periodo finale al 24/10/2012. Il caso morte è coperto con la corresponsione di un capitale che tiene conto anche di una percentuale variabile in relazione all'età dell'Assicurato, che (come specificato al punto B.3 della Parte I) è riferita al momento del decesso (non della sottoscrizione, come nel caso della "Progetto Performance 8").

#### ***4.6 Quarzo di Poste Vita Spa***

Il contratto si chiama "Quarzo" e già dalla copertina del prospetto informativo ricaviamo alcune utili indicazioni. Vi si legge che tale prodotto fa parte della "Linea Investimento". Nella Parte I, pag.1, Paragrafo A.2, troviamo una breve descrizione del prodotto: *"index linked a premio unico di durata prestabilita"*, con l'indicazione del rischio che questo comporta per l'"Investitore-Contrante" (non si parla di assicurato). Un rischio descritto meglio nel punto a) della pagina successiva, dove si espone l'eventualità dell'andamento negativo del rendimento, ma si garantisce il rimborso del capitale nominale, oltre a importi fissi, che si dice saranno corrisposti a patto che l'assicurato (adesso si parla di assicurato) sia in vita. Anche qui si richiama la descrizione presente nel sito: *"Con Quarzo puoi diversificare i tuoi risparmi ed effettuare un investimento collegato all'andamento della Borsa, con la tranquillità della restituzione alla*

scadenza del capitale investito e di un rendimento garantito in corso di contratto. Quarzo è un prodotto assicurativo di nuova generazione. Ti permette di godere di alcune caratteristiche proprie di una polizza vita realizzando, al contempo, un investimento collegato all'andamento di un indice di borsa senza il rischio che il capitale investito venga intaccato alla scadenza". Il periodo va dal 21/07/2010 al 01/08/2017 e l'assicuratore si impegna a corrispondere un rendimento predeterminato a scadenze fisse durante l'arco di durata del contratto e alla scadenza di questo, un rendimento collegato all'indice Eurostoxx 50. Nella descrizione dei costi, troviamo un 0,50% di costi assicurativi (destinati a riserva per la copertura del caso morte, p.13 della Parte I del Prospetto di Offerta); la maggior garanzia è correlata ad un maggior investimento nella componente obbligazionaria, qui pari al 90,889% del premio versato (mentre solo il 2,119% viene destinato alla componente derivata). Il "Programma Garantito Quarzo" è così descritto nella sezione B.1, Parte I del Prospetto d'Offerta: "L'investimento finanziario è volto a correlare il valore del capitale a scadenza, o al momento del riscatto, all'andamento dell'indice azionario EURO STOXX 50. Per il periodo compreso tra la Data Decorrenza (esclusa) e la Data Iniziale (inclusa) sono riconosciuti all'Investitore-Contraente interessi calcolati sul Premio Versato, in base ad un tasso annuo semplice dello 0,25% (corrispondente al tasso d'interesse del conto BancoPosta riconosciuto alla clientela retail, alla data di redazione del presente Prospetto d'offerta, 15 marzo 2010), utilizzando la convenzione



*“Act / 365” (c.d. “day count fraction”) relativa alla frazione di anno di pertinenza (gli Interessi sul Premio Versato), fermo restando quanto previsto al successivo paragrafo 17.1.2. Costi di Caricamento. Poste Vita S.p.A. al fine di soddisfare le prestazioni previste dal contratto (il Contratto) investirà in una componente obbligazionaria e in una componente derivativa le cui attività finanziarie sottostanti potranno essere sostituite nel tempo da Poste Vita S.p.A. Il Contratto, ha come obiettivo quello di fornire un rendimento predeterminato a diverse scadenze e, alla scadenza del Contratto, un rendimento collegato all’Indice e in particolare all’eventuale rialzo del mercato azionario dell’area Euro e più in particolare delle 50 azioni delle società a maggiore capitalizzazione, garantendo comunque il Premio Nominale in caso di decesso dell’Assicurato ed alla scadenza”. Nella parte III del prospetto d’offerta, alla voce “Altre informazioni”, vengono espone dettagliate indicazioni sulla composizione del gruppo cui appartiene la compagnia, nonché sulla solidità patrimoniale di quest’ultima<sup>68</sup>.*

#### ***4.7. TB Growth 96 Double Performance 2017 di Axa Mps Financial Limite.***

Anche in questo caso il contratto è definito *“prodotto finanziario-assicurativo di tipo index linked”*, valido dal 27 settembre 2010 al 1

---

<sup>68</sup> Si tratta di una delle novità introdotte dal Regolamento Isvap n.32 dell’11 giugno 2009, su cui avremo modo di tornare.

febbraio 2017. L'art. 13 e l'art.14 delle condizioni generali di contratto espongono esplicitamente le prestazioni per il caso vita. Tornando alle informazioni generali della Scheda sintetica, vengono espresse le seguenti finalità del contratto: *“Il presente contratto è rivolto ad una clientela con esigenze assicurative e di investimento finalizzate a difendere il proprio capitale, beneficiando di una remunerazione predeterminata garantita e dell'opportunità di conseguire ulteriori rendimenti variabili, garantendo comunque il Premio Versato in caso di decesso dell'Assicurato ed alla scadenza”*. La tabella dell'investimento finanziario espone le componenti dell'investimento finanziario, il quale prevede l'impegno dell'82,95% del premio per l'acquisto della parte obbligazionaria e il 9,40% per quella derivativa. Il prospetto informativo indica che gli unici rischi a cui il contraente è soggetto sono quelli legati all'indice e alle sue fluttuazioni e altre circostanze che escludono riferimento al rischio di performance, di investimento, di controparte. Viene spiegato, infatti, che *“Il contratto prevede la garanzia da parte dell'Impresa di assicurazione di corresponsione dell'Importo Predeterminato previsto alla prima ricorrenza annuale di polizza, dell'Importo Aleatorio previsto alla quarta ricorrenza annuale di polizza e, del Premio Versato maggiorato di un importo aleatorio legato alla performance degli Indici azionari DJ Eurostoxx 50 e S&P Bric 40 (EUR) a scadenza. Il Contratto prevede, inoltre, la garanzia da parte dell'Impresa di assicurazione di corresponsione del valore di riscatto in caso*

*di esercizio del diritto di riscatto da parte dell'Investitore-Contraente e di corresponsione del capitale caso morte, in caso di premorienza dell'Assicurato".* Oltre a dettagliate indicazioni sull'indice, la sua composizione e i suoi andamenti, non viene data alcuna informazione specifica circa i titoli che compongono lo strutturato in cui la compagnia investirà parte del premio: circostanza che, soprattutto dopo il 2009, non stupisce più.

Abbiamo visto nella pratica come sono strutturate le polizze index linked e possiamo, dunque, confermare quanto già rilevato: sono contratti di assicurazione sulla vita di tipo misto, in cui il premio da corrispondere alla scadenza è legato al valore di indici; parte del premio versato dall'assicuratore è impiegato per l'acquisto di un'obbligazione strutturata, nella quale il rendimento a scadenza dell'obbligazione è determinato da una opzione su indici, la variazione di valore dei quali influenza la determinazione della somma da corrispondere all'assicurato. Caratteristica di questa impostazione è il trasferimento (almeno parziale) del rischio di investimento dall'assicuratore all'assicurato. Infatti, investendo il premio nell'acquisto di attivi capaci di replicare gli stessi risultati a cui si è legata la valutazione della rendita da corrispondere all'assicurato, qualora gli indici abbiano un rendimento negativo, questo influenzerà anche il valore degli attivi a copertura e, quindi, la possibilità di retrocedere il guadagno all'assicurato. Egli rimane

tale forse in virtù della copertura del caso morte, mentre per il caso vita, in assenza di minimi garantiti e di un ridotto orizzonte temporale, sembra diventare piuttosto un investitore puro.

## CAPITOLO III

### IL PRODOTTO FINANZIARIO

In questa parte della nostra analisi si rinnova il problema definitorio citato nell'introduzione del lavoro. Ai fini di una corretta indagine circa la natura di un contratto (soprattutto nella prospettiva di verificarne la natura mista, piuttosto che di collegamento) non si può prescindere dalla corretta definizione delle singole componenti che si vogliono individuare e pertanto è necessario comprendere se di esse il sistema abbia una visione chiara o se piuttosto vi sia una frammentazione delle stesse. Anticipando che questa seconda ipotesi risulta essere la più verosimile, ci accingiamo ad indagare la natura del c.d. "prodotto finanziario", nelle sub categorie (ma il termine è impreciso nel senso che verrà chiarito più avanti) di "strumento finanziario" e "valore mobiliare". Altresì, preliminarmente, bisogna ricordare il limite dell'interpretazione letterale delle rubriche delle norme<sup>69</sup> ed il ristretto ambito applicativo, alle definizioni dei concetti impiegati nei testi normativi, spesso limitato *"ai fini della presente legge"*.

---

<sup>69</sup> Interpretazione non ammissibile: la rubrica non ha valore definitorio, per quanto sia prassi guardare ad essa almeno come indizio.

Tuttavia, in una prospettiva *de jure condendo* è necessario stabilire, quantomeno preliminarmente, se una nozione sistematica sia comunque rinvenibile o se piuttosto un concetto unitario sia del tutto assente. “Prodotto finanziario”, “strumento finanziario”, “valore mobiliare” sono concetti che pervadono ormai la normativa di dettaglio (e non solo), mutando le proprie sembianze a seconda del testo che attraversano. In un’ottica sistematica, sarebbe lecito presumere che gli stessi concetti vengano impiegati in maniera uniforme nei diversi campi legislativi. Ma scendendo nel dettaglio dell’analisi, ci renderemo conto che non sempre ciò avviene. Corre, infine, l’obbligo di constatare che il problema definitorio qui affrontato è diverso da quello esaminato a proposito dell’assicurazione in generale e di quella sulla vita in particolare: là si era in presenza di una definizione e della disciplina di dettaglio di un contratto tipico; dove qui si affronta invece il problema inverso, ossia la ricerca della definizione e della normativa di dettaglio di una terminologia impiegata con una disinvoltura che presupporrebbe la pacifica concordanza circa il suo significato. Il primo risultato dell’analisi sarà quello di smentire tale presunzione.

### **1. T.U.F. e C.A.P.**

Il Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 e il Decreto legislativo 7 settembre 2005 n. 209, rispettivamente il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (ultra

T.U.F.), e il Codice delle assicurazioni private (C.A.P. nel prosieguo), rubricano entrambi l'art.1 come "Definizioni"; e in entrambi i casi, esso contiene chiarimenti circa l'uso dei termini che qui interessano: in particolare "prodotto finanziario".

L'art. 1, lett. u) del T.U.F. definisce 'prodotti finanziari' *"gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari"*. Gli strumenti finanziari sono poi definiti dal comma 2, nel quale è riportato un elenco, che comprende sia i valori mobiliari (e quindi le obbligazioni, giusta il comma 1 bis), che i contratti di opzione di diverso tipo; e i contratti di opzione sono considerati (ex art. 3) strumenti finanziari derivati<sup>70</sup>. Alla lettera w-bis), poi, troviamo anche la definizione di "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione": questi sono *"le polizze e le operazioni di cui ai rami III e V di cui all'art. 2 comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005 n.209, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'art.13, comma 1, lett. b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005 n. 252"*. L'art. 2 comma 1 del CAP classifica nel ramo III *"le assicurazioni, di cui ai rami I e II [le assicurazioni sulla durata della vita umana e le assicurazioni di nuzialità e di natalità-N.d.A.], le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi*

---

<sup>70</sup> Si è anticipato: la "derivazione" fa riferimento al valore, determinabile appunto in relazione ad altri valori sottostanti, da cui il primo deriva.

*interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento”<sup>71</sup>*

Abbiamo allora che, in base alla definizioni legislative, le polizze index-linked sono prodotti finanziari caratterizzati dall’essere emessi da imprese di assicurazione. Ciò senza cessare di essere anche prodotti assicurativi, posto che questi, a norma dell’art. 1 lett. ss) del C.A.P., sono *“tutti i contratti emessi da imprese di assicurazione nell’esercizio delle attività rientranti nei rami vita o nei rami danni come definiti all’articolo 2”*. La legge sembra così aver consacrato la natura ontologicamente ibrida delle polizze index-linked, come prendendo anche atto del rinnovato problema circa l’individuazione dell’autorità competente a vigilare: il nodo è stato sciolto successivamente dall’art. 25-bis del T.U.F. (inserito dall’art. 11 Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 - c.d. “Legge sul risparmio”), il quale ha individuato l’autorità competente nella Consob (facendo salvo, al comma 6, la collaborazione e il coordinamento con l’Isvap nell’esperimento delle attività ispettive)<sup>72</sup>. Da qui è utile prendere le mosse per esaminare il successivo e repentino mutamento normativo che ha interessato la regolamentazione dell’attività degli intermediari, al solo fine di scoprire che le index-linked sono sì prodotti finanziari, ma non anche strumenti finanziari.

---

<sup>71</sup> Il riferimento a “indici o altri valori di riferimento” individua le polizze index-linked in particolare.

<sup>72</sup> L’interpretazione letterale aveva già condotto i giudici a ritenere applicabile la disciplina dell’intermediazione mobiliare anche ai prodotti emessi dalle assicurazioni, come riconducibili ad *“ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”*. Si vedano T.Verona 23 settembre 2009 e T. Venezia 24 giugno 2010.



La modifica all'art. 25 bis del T.U.F. rendeva necessario un aggiornamento del c.d "Regolamento Intermediari", emanato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1 luglio 1998. In particolare, l'organo di controllo proponeva<sup>73</sup> di integrare il testo del regolamento con tutti i riferimenti necessari ad estendere le regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento, all'attività di distribuzione di prodotti finanziari assicurativi. Un'ulteriore grado di precisione nella definizione della componente finanziaria delle polizze index-linked, si ricava dalla lettura del documento di pubblica consultazione con cui la Consob raccoglieva le osservazioni sulle modifiche proposte<sup>74</sup>. Richiamando<sup>75</sup> quanto affermato nella Comunicazione Consob n. DI/99061789 del 13 agosto 1999, si affermava che in essa *"si è riconosciuto che prodotti finanziari assicurativi, pur collegati 'a fondi interni all'impresa di assicurazione, investiti in strumenti finanziari, dal cui valore dipendono le prestazioni in favore dell'assicurato', non rientrano (e non rientrano) nella definizione di "strumenti finanziari", fornita dal Tuf (art. 1, comma 2)"*. Nel documento di consultazione, si chiariva poi che l'attività di distribuzione di questi prodotti (le assicurazioni linked) non era considerabile come prestazione di servizio di investimento, poiché non aveva ad oggetto strumenti finanziari elencati nell'art. 1 comma

---

<sup>73</sup> Documento di consultazione del 23 febbraio 2007, disponibile sul sito della Consob all'indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>74</sup> Citato supra.

<sup>75</sup> Nota n.3 a pag.2.

2. Tuttavia, la comunicazione del 1999 riconosceva anche che *“il confine tra prodotti assicurativi direttamente o indirettamente indicizzati a strumenti finanziari, da un lato, e gli strumenti finanziari con analoghe caratteristiche di indicizzazione, dall’altro, risulta, in concreto, assai labile. Da parte del sottoscrittore potrebbe essere ravvisato, infatti, tra tali prodotti, un rapporto di sostanziale fungibilità”* ed era quindi *“auspicabile l’adozione di cautele e regole di comportamento comparabili a quelle previste nel settore dei servizi di investimento”*<sup>76-77</sup>.

La ricostruzione normativa<sup>78</sup> del percorso definitorio delle polizze index-linked come prodotti (non strumenti) finanziari

---

<sup>76</sup> Il documento di consultazione Consob del 2007 avvertiva fra l’altro dell’imminente entrata in vigore della direttiva europea n. 2004/39/CE, c.d. Mifid (Markets in Financial Instruments Directive - direttiva sui mercati degli strumenti finanziari) e della prossima necessità di un nuovo intervento sul regolamento. L’intervento operato dall’art. 113 comma 7 del nuovo Regolamento Intermediari approvato con delibera n. 16190 del 29.10.2007, non è però stato di modificazione, bensì di abrogazione: in esso, ritroviamo oggi la stessa definizione di “prodotti finanziari assicurativi” (“prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione” nel T.U.F.) contenuta nell’art. 1 c.1 lett.w del T.U.F.: *“le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all’articolo 2, comma 1 del decreto legislativo n. 209 del 7 settembre 2005, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all’articolo 13, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252”*.

<sup>77</sup> Sull’argomento, si veda Carlevale, *I prodotti finanziari assicurativi*, Assicurazioni, 2007, I, 651.

<sup>78</sup> In merito al corposo intervento di fonti secondarie quali i regolamenti, emessi da autorità di vigilanza, si rammenta che essi sono comunque stati originati da deleghe legislative, che hanno così attribuito loro specifica forza di fonte primaria, anche al fine di abrogare e derogare precedenti disposizioni di legge primaria. “Non è comunque suscettibile di essere revocata in dubbio l’esistenza di un preciso ed esplicito disegno del legislatore nazionale, volto a ripartire tra normativa primaria e secondaria, secondo criteri funzionali, l’assetto disciplinare del comparto assicurativo” (Corrias, *In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell’Isvap*, Resp.Civ.Prev., 2008, 5, 998, il cui argomentare, conformato sul rapporto tra CAP e regolamenti Isvap, ben si attaglia al legame fra TUF e regolamenti Consob).

emessi da imprese di assicurazione, ha forse confermato i dubbi sulla natura del contratto, piuttosto che chiarirli.

L'analisi incrociata dei due corpi legislativi rende evidente il profondo legame tra i concetti di prodotto finanziario, strumento finanziario e valore mobiliare con la natura delle polizze index linked, la cui definizione non può prescindere dal chiarimento quantomeno del concetto di "prodotto finanziario" e di quello di "strumento finanziario" (qui per definirla per contrasto, visto che per la Consob non è un prodotto finanziario).

## ***2. Prodotti e strumenti finanziari***

In apertura del capitolo si è constatata la mutevolezza dei concetti in dipendenza del "luogo" normativo in cui essi si ritrovano. L'uso che dei medesimi concetti viene fatto nel TUF non fa che confermare questa molteplicità. Innanzitutto perché si fa riferimento a "prodotti, strumenti, valori", sempre al plurale, come a prendere atto di una intrinseca molteplicità che non consente una definizione esaustiva; se non tramite un'elencazione ora tassativa (per i prodotti e gli strumenti finanziari) ora esemplificativa (per i valori mobiliari). La lettura sinottica degli articoli del TUF offre nuove prospettive.

La lett.u, comma 1 art. 1 ci suggerisce che *"i prodotti finanziari costituiscono una tipologia di contratti stipulati da banche ed intermediari con la clientela, includendo in particolare quelli che danno luogo*

*all'emissione , o comunque al collocamento presso il pubblico di valori mobiliari ed altri strumenti finanziari, esclusi i contratti con i quali gli stessi intermediari effettuano raccolta del risparmio (id est, costituendo depositi bancari o postali) presso la clientela senza emettere strumenti finanziari*"<sup>79</sup>. Tale connotazione risulta funzionale all'applicazione della lett. t, che precede, riguardo l'offerta al pubblico. Anche con riferimento alla lett. v e a quanto di seguito previsto dalla lett. w, l'interesse (per così dire) del TUF nei riguardi dei prodotti finanziari è vincolato alla regolamentazione dell'offerta e della circolazione dei medesimi, in funzione della tutela degli investitori privati<sup>80</sup>. In questo punto si può altresì rilevare "l'asimmetria normativa"<sup>81</sup> denunciata in merito alla circostanza che la disciplina del TUF (per regole di offerta al pubblico, disciplina dell'offerta fuori sede, obbligo di ricorrere a promotori finanziari e disciplina dello *jus poenitendi*) trova applicazione ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione solo quando la loro distribuzione avvenga fuori dai canali della distribuzione assicurativa. Da qui si ribadisce la convinzione che la fattispecie dei prodotti finanziari viene predisposta in funzione della regolazione dettata per l'appello al

---

<sup>79</sup> Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel Tuf aggiornato in base alla MIFID*, Riv. Dir. Comm., 2009, I, 818.

<sup>80</sup> Alla lettera v) si esclude che integrino "offerta al pubblico di acquisto o scambio" le offerte di titoli emessi dalle banche centrali di Stati comunitari, in quanto più garantite e quindi sicure per gli acquirenti.

<sup>81</sup> Come definita in Marano, *Il mercato unico della intermediazione assicurativa: aspirazioni europee ed illusioni nazionali*, Banca Borsa E Titoli Di Credito, 2008, I, 196.

pubblico risparmio al di fuori della distribuzione assicurativa<sup>82</sup>. Il TUF descrive dunque in maniera funzionale la categoria dei prodotti finanziari, i quali, come in un gioco di scatole cinesi, comprendono (ma non si esauriscono in essi) gli strumenti finanziari, che a loro volta inglobano i valori mobiliari (accanto alle categorie corrispondenti agli strumenti del mercato monetario, alle quote di OICR, e altre indicate nel testo). Gli strumenti finanziari possono allora essere individuati (sulla base dell'elencazione del comma 2, art.1 TUF) in: a) valori mobiliari (comma 1.bis); b) strumenti del mercato monetario (comma 1-ter); c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio. La categoria dei "valori mobiliari" è descritta come "*categorie di valori che possono essere negoziate nel mercato dei capitali*": fa seguito una esemplificazione in quattro lettere (a-d) che rimarca quello che può essere individuato come l'elemento unificante, ossia la negoziabilità di questi titoli<sup>83</sup>.

Se accettiamo la conclusione (che pare scontata) che il TUF definisca le categorie di prodotto finanziario, strumento finanziario e valore mobiliare ai soli fini dell'applicazione della disciplina in esso contenuta e che pertanto offra una visuale parziale e di parte dei medesimi, occorre volgere lo sguardo ad altri luoghi normativi in cui si trovino riferimenti ai medesimi concetti.

---

<sup>82</sup> Niutta, cit. 819..

<sup>83</sup> Niutta, cit., p.848, ritiene rilevante l'attuale effettiva negoziazione, in base alla scelta di una interpretazione funzionale della norma.

L'espressione "valore mobiliare" compare per la prima volta nel nostro ordinamento con la legge bancaria, r.d. 12 marzo 1936 n. 375 (oggi abrogata) negli artt. 2 e 45. Le locuzioni "strumento finanziario" e "prodotto finanziario" compaiono invece in tempi più recenti (entrambe nell'art.1 del TUF, "strumento" già nel d.lgs 23 luglio 1996 n. 415<sup>84</sup>. Ciò che si intendeva per "valore mobiliare" è via via mutato nel tempo<sup>85</sup>: la definizione dell'art.18-bis L. n. 216/1974 (introdotto dall'art. 12 L. n.77/1983)<sup>86</sup> ha spinto a concludere che questa potesse comprendere ogni caso possibile<sup>87</sup> arrivando a comprendere realtà giuridiche non comprese nella natura cartolare<sup>88</sup>. Accanto all'espansione dell'utilizzo del concetto, in

---

<sup>84</sup> "Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi", in Onza e Salamone, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2009, I, 567.

<sup>85</sup> Su tali cambiamenti, in particolare per i riflessi della direttiva 93/22 sull'ordinamento italiano, vedi Mazzamuto con Gemma, *I valori mobiliari e gli strumenti finanziari*, in Manuale di diritto privato europeo, a cura di Castronovo e Mazzamuto, Milano, 2007, III, 65.

<sup>86</sup> Abrogato dal T.U.F., recitava: "ogni documento e certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, imprese o enti di qualsivoglia tipo... ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; ogni documento rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra elencati".

<sup>87</sup> Libonati, *Commento sub art.12 della legge 23 marzo 1983 n.77*, in Nuove Leggi Civ. Comm., 1984, 511.

<sup>88</sup> Spada, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 1986, I, 19: la situazione è peggiorata con le successive stratificazioni normative (si pensi alle varie modifiche della legge bancaria), che hanno portato l'espressione a connotare (più spesso nel plurale) i titoli di massa, documenti idonei alla raccolta di fondi per operazioni di speculazione collettiva, le stesse operazioni speculative, i contratti derivati e via dicendo (per le diverse fonti, vedi Onza e Salamone, cit., 568).

particolar modo nel TUF, si assiste alla sparizione della locuzione dal TUB (come modificato dal d.lgs. 303/2006), che nella nuova formulazione fa riferimento ai soli “strumenti finanziari”, lasciando supporre che tale locuzione vada interpretata più nell’ampia accezione assunta dall’espressione “prodotti finanziari” del TUF<sup>89</sup>. Il

---

<sup>89</sup> Il vecchio testo dell’art. 129 del Tub recitava “1. Le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri di importo non superiore a cento miliardi di lire o al maggiore importo determinato dalla Banca d'Italia sono liberamente effettuabili ove i valori mobiliari rientrino in tipologie previste dall'ordinamento e presentino le caratteristiche individuate dalla Banca d'Italia in conformità delle deliberazioni del CICR. Nel computo degli importi concorrono tutte le operazioni relative al medesimo emittente effettuate nell'arco dei dodici mesi precedenti.2. Le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri non liberamente effettuabili ai sensi del comma 1 sono comunicate alla Banca d'Italia a cura degli interessati.3. La comunicazione indica le quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari nonché le modalità e i tempi di svolgimento dell'operazione. Entro quindici giorni dal ricevimento della comunicazione la Banca d'Italia può chiedere informazioni integrative.4. L'operazione può essere effettuata decorsi venti giorni dal ricevimento della comunicazione ovvero, se richieste, delle informazioni integrative. Al fine di assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari, la Banca d'Italia, entro il medesimo termine di venti giorni, può, in conformità delle deliberazioni del CICR, vietare le operazioni non liberamente effettuabili ai sensi del comma 1 ovvero differire l'esecuzione delle operazioni di importo superiore al limite determinato ai sensi del medesimo comma 1.5. Le disposizioni contenute nei commi 1, 2, 3, 4 e 6 non si applicano:a) ai titoli di Stato o garantiti dallo Stato;b) ai titoli azionari, semprechè non rappresentativi della partecipazione a organismi d'investimento collettivo di tipo chiuso o aperto;c) all'emissione di quote o titoli rappresentativi della partecipazione a organismi d'investimento collettivo nazionali;d) alla commercializzazione in Italia di quote o titoli rappresentativi della partecipazione a organismi di investimento collettivo situati in altri paesi dell'Unione Europea e conformi alle disposizioni dell'Unione.6. La Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, può individuare, in relazione alla quantità e alle caratteristiche dei valori mobiliari, alla natura dell'emittente o alle modalità di svolgimento dell'operazione, tipologie di operazioni sottratte all'obbligo di comunicazione ovvero assoggettate a una procedura semplificata di comunicazione.7. La Banca d'Italia può richiedere agli emittenti e agli offerenti segnalazioni consuntive riguardanti i valori mobiliari collocati in Italia o comunque emessi da soggetti italiani. Tali segnalazioni possono riguardare anche operazioni non soggette a comunicazione ai sensi dei commi 1, 5 e 6. 8. La Banca d'Italia emana disposizioni attuative del presente articolo”; il nuovo testo recita “1. La Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli

Testo Unico sull'intermediazione Finanziaria ha rappresentato comunque un momento di sintesi per le espressioni che si stanno considerando; questo anche grazie all'intervento della normativa europea, in particolare la recente direttiva n. 2004/39/CE, c.d. "MiFID", recepita con D.Lgs. n. 164/2007<sup>90</sup>. Il recepimento ha completato il percorso di integrazione delle definizioni ex art. 1, con l'espresso riconoscimento del concetto di "valore mobiliare", in cui sono state ricomprese specifiche "categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali"<sup>91</sup>. In definitiva, posto che la nozione per "prodotto finanziario" si devono intendere gli "strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria", ad esso può essere ricondotto anche il "valore mobiliare" e si deve mantenere fermo il riferimento agli strumenti finanziari "per addivenire ad una compiuta valutazione della relativa dimensione strutturale"<sup>92</sup>.

L'omogeneità che si è tentato di raggiungere all'interno di un medesimo corpo legislativo, però, potrebbe non essere in grado di abbracciare anche le fattispecie che i medesimi termini descrivono in

---

*strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari. 2. La Banca d'Italia emana disposizioni attuative del presente articolo".*

<sup>90</sup> Un primo adeguamento alle definizioni europee era avvenuto con il D.Lgs 51 del 2007, che (in attuazione della direttiva n. 2003/71/CE in tema di "prospetto", aveva sostituito la nozione di "sollecitazione all'investimento della lett.t, comma 1, art 1, con quella di "offerta al pubblico di prodotti finanziari".

<sup>91</sup> Capriglione, "Prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2008, 46.

<sup>92</sup> Capriglione, *cit.*, 47.



altri testi normativi. Non è solo il T.U.F., infatti, ad utilizzare la terminologia in esame. Vediamo, infatti, che di “strumenti finanziari” si parla anche nel codice civile, all’art. 2346 comma 6 dopo la riforma del d.lgs n.6/2003, in cui si afferma *“Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”*. Si ricava la similitudine con il concetto di valori mobiliari contenuto nel TUF; ed in effetti, qualora lo statuto disciplini le caratteristiche e la legge di circolazione di questi “strumenti finanziari altri” diversi dalle azioni, nel senso di presentarli come *“categorie di valori che possono essere negoziati sul mercato dei capitali”*, allora si applicherà la disciplina del TUF per questi confezionata. Altresì, bisogna tener conto anche degli strumenti finanziari di partecipazione all’affare ex art. 2447-ter comma 1 lett.e, previsti per le società per azioni<sup>93</sup>: poiché è rimesso alla delibera societaria di individuare i diritti attribuiti dagli strumenti finanziari, la norma sembra liberare il contenuto giuridico di questo “strumento”, per limitarne l’individuazione al mero

---

<sup>93</sup> Recita il comma 1: *“la deliberazione(...)deve indicare: (...)lett.e):la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione all’affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono”*.

schema; ciò anche in raffronto allo speculare strumento previsto per le società cooperative dall'art. 2526 c.c.<sup>94</sup> a cui si deve attribuire una più ampia valenza, anche a fronte della variabilità del capitale, che potrebbe comprendere tra gli strumenti finanziari anche titoli partecipativi e quindi comprensivi di una quota del rischio di impresa, che là era ritenuta estranea (poiché riservata alle azioni sottoscritte). Da ultimo si pensi alla modifica dell'art. 111-bis delle preleggi ad opera del d.lgs. 4 agosto 2008 n. 142: il decreto, oltre a introdurre l'art. 2343-ter (che elimina l'obbligo della relazione giurata per la stima di conferimenti nelle società di capitali costituiti da valori mobiliari e strumenti del mercato monetario), inserisce nell'art.111-bis disp.att.c.c. il rinvio espresso alle definizioni contenute nel TUF al fine dell'individuazione dei valori mobiliari e degli strumenti del mercato monetario indicati dall'art. 2343-ter c.c.<sup>95</sup>. Si torna, quindi, ad impostare la questione definitoria dal

---

<sup>94</sup> Il testo è il seguente: "1. L'atto costitutivo può prevedere l'emissione di strumenti finanziari, secondo la disciplina prevista per le società per azioni. 2. L'atto costitutivo stabilisce i diritti patrimoniali o anche amministrativi attribuiti ai possessori degli strumenti finanziari e le eventuali condizioni cui è sottoposto il loro trasferimento. I privilegi previsti nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale non si estendono alle riserve indivisibili a norma dell'art. 2545-ter. Ai possessori di strumenti finanziari non può, in ogni caso, essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale .3.Il recesso dei possessori di strumenti finanziari forniti di voto è disciplinato dall'art. 2437 e seguenti. 4.la cooperativa cui si applicano le norme sulla società a responsabilità limitata può offrire in sottoscrizione strumenti privi di diritti di amministrazione solo a investitori qualificati".

<sup>95</sup> Onza e Salamone, cit., 586 e segg.. Come si nota, nonostante le limitazioni imposte dalla fonte, queste definizioni diventano già punto di riferimento e allargano la propria influenza anche al di fuori dell'ambito per cui sono state emanate. Rimane interessante verificare se escono anche dal tipo di tutela alla quale erano finalizzate.

punto di vista funzionale cui si faceva cenno. E parimenti si comincia a verificare il dato oggettivo della valenza polisemantica delle locuzioni utilizzate dal legislatore. Dove fino all'evoluzione dei mercati finanziari degli anni novanta del XX secolo era la locuzione "valori mobiliari" ad assumere nuove e mutevoli connotazioni, da allora il testimone è passato agli "strumenti finanziari", diventati quasi un'etichetta da apporre su diversi "prodotti" dell'economia e di riflesso del diritto. Così che si ritiene che la normativa del T.U.F. abbia inteso introdurre la categoria generale dei "prodotti finanziari" quale modulo atto a individuare tutte le forme operative ipotizzabili nel mercato; altresì, la caratteristica principale degli "strumenti finanziari" (anche alla luce del loro essere stati concepiti dal T.U.F. come una categoria chiusa) è quella di essere veicolo dell'investimento di natura finanziaria (tanto giustificato dall'aver il legislatore escluso i mezzi di pagamento)<sup>96</sup>. La polisemia è dettata dalla molteplicità di microcosmi legislativi in cui vengono adoperate le espressioni in commento, che di volta in volta assumono un significato e una latitudine che rimangono funzione della disciplina prevista dal dettato normativo in cui sono inserite. Nonostante possa sembrare frustrata l'auspicata unificazione della nomenclatura del diritto del mercato finanziario, la diversità della terminologia utilizzata dovrebbe stimolare l'interprete a ricercare gli

---

<sup>96</sup> Capriglione, *I prodotti finanziari di un sistema finanziario evoluto: quali regole per le banche?*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2008, 20.

specifici interessi tutelati; rinunciando allo sforzo di ostinata unificazione, poiché, *“al contrario, ogni fattispecie è un concetto che la legge conforma in funzione dell’applicazione di una disciplina; in questa prospettiva, dunque, ha senso solo parlare della nozione di «strumento finanziario» relativa alla disciplina dei servizi di investimento, della nozione di «strumento finanziario» relativa alla disciplina della gestione accentrata, ecc.: tutte nozioni ben distinte sul piano del dover essere, anche se in diversa misura; non invece su quello dell’essere (o della ontologia)”*<sup>97</sup>. D’altronde, le fattispecie generali e astratte previste dall’ordinamento hanno lo scopo precipuo di individuare una determinata disciplina e quindi in funzione di questa vengono modellate: così che anche la nozione di “prodotto finanziario” non deve essere necessariamente una nozione di carattere generale. Anche la nozione di “attività” viene usata nella stessa direttiva Mifid per ora essere messa sullo stesso piano dei “servizi di investimento” come “attività di investimento”; ora individuare l’oggetto di un atto quasi equiparato al contratto, nella disciplina dei contratti di garanzia finanziaria<sup>98</sup>.

La constatazione della presenza di una molteplicità di microsistemi non postula la rinuncia al coordinamento degli stessi con il sistema. Si è così proposta la qualificazione di “valori

---

<sup>97</sup> Salamone, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, Riv. Dir. Comm., 1998, I, 711.

<sup>98</sup> Costi, *I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione*, in Buonocore (a cura di), *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi*, Milano, 2008, p.14 e 16.

mobiliari”, “strumenti finanziari” e “prodotti finanziari” come “beni” ai sensi dell’art. 810 c.c., intesi non in senso naturalistico, ma rilevanti, anche economicamente, soltanto in conseguenza di una qualificazione e di una tutela giuridica; e a patto che siano compendianti situazioni di carattere strumentale, piuttosto che finale (accostabili, in definitiva, alla categoria dei “beni di secondo grado”<sup>99</sup>).

Accogliere tale accostamento obbliga ad un ulteriore sforzo classificatorio, nella direzione della individuazione di quegli elementi che rendono tali categorie di beni omogenee e originali rispetto ad altre. In un primo momento, si può affermare che un concetto unitario di “prodotto finanziario” potrebbe individuare tutti i contratti con cui viene operato un trasferimento di potere di acquisto contro l’impegno ad una prestazione pecuniaria futura<sup>100</sup>. In fondo, ogni operazione che riguarda la finanza e gli aspetti finanziari, riguarda il denaro e la sua circolazione. Un oggetto più consono ad un’analisi economica, più che giuridica, tanto è vero che in campo giuridico non risultano definizioni o individuazioni di tali concetti. In soccorso è arrivato un altro formante, allorché la dottrina<sup>101</sup> ha tentato l’elaborazione di un concetto che tornerà utile tenere in considerazione. Viene definita “operazione finanziaria” quell’operazione che ha inizio e termina col denaro, il quale

---

<sup>99</sup> Onza e Salamone, cit., 591.

<sup>100</sup> Costi, cit., 13.

<sup>101</sup> Ferro Luzzi, *Attività e prodotti finanziari*, Riv.Dir.Civ., 2010, II, 134.

costituisce anche l'interesse perseguito dalle parti <sup>102</sup>. In base all'elemento intermedio che influenza la variazione tra il denaro iniziale e il denaro finale, vengono individuate tre tipologie di operazioni: a) denaro/tempo/denaro, b) denaro/spazio/denaro, c) denaro/denaro; cui si aggiunge un quarto tipo che andiamo ad analizzare.

Il dato intermedio in quest'ultimo tipo di operazioni è rappresentato da un elemento nuovo, che si ritiene creato dal contratto stesso. È un elemento *“creato dal contratto”*, in cui l'elemento intermedio è *“caratterizzato da un nesso stabilito dall'accordo stesso tra un fatto consistente in una dinamica dei dati della realtà economica di riferimento e il diritto, ad esso soggettivo, di credito/debito tra le parti, periodico, ma soprattutto al termine del rapporto”*<sup>103</sup>. Si tratta di un bene nuovo, non (almeno immediatamente) riconducibile nel novero delle tradizionali situazioni giuridiche soggettive ex 1321 c.c.. In quest'ottica, le categorie di oggetto e contenuto del contratto diventano più sfumate, poiché nel contratto (si dice) l'accordo crea l'oggetto: un esempio<sup>104</sup> potrà chiarire i termini della questione.

---

<sup>102</sup> Altrove l'A. (Fero Luzzi, *Nozione di attività bancaria*, in AA.VV., *La nuova legge bancaria. Il t.u. Delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione. Commentario*, a cura di Ferro-Luzzi e Castaldi, I, Milano, 1996, 233) individua l'elemento caratteristico dell'attività finanziaria nella dinamica di soggetti che, necessitando di risorse finanziarie, le ottengono dietro l'obbligazione di restituirle con un'adeguata remunerazione per la dilazione del rimborso (cit. da Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel Tuf aggiornato in base alla Mifid*, Riv.Dir.Comm., 2009, I, 814, nota 18).

<sup>103</sup> Ferro Luzzi, *Attività e prodotti finanziari*, Riv.Dir.Civ., 2010, II, 140.

<sup>104</sup> Tratto da Ferro Luzzi, cit., 141.

Nella compravendita di un'automobile il soggetto acquirente è determinato all'acquisto in primo luogo dalle caratteristiche del veicolo (potenza, prestazioni, estetica, materiali, ecc.) ed in secondo luogo dalle condizioni dell'acquisto (prezzo, consegna, garanzie, ecc.) che rappresentano la disciplina contrattuale, il contenuto dell'accordo. In uno qualsiasi dei contratti finanziari di recente generazione (ed in particolare nei cc.dd. "derivati") quelle che dovrebbero essere le caratteristiche del bene dell'economia reale (l'automobile) sono tratti analiticamente descritti e disciplinati nei documenti contrattuali<sup>105</sup>, in cui quello che tradizionalmente sarebbe definito "l'oggetto" non è altro che il precipitato di una serie di richiami e accordi sempre meno legati al dato dell'economia reale. Si pensi alla recente crisi dei mutui *subprime*, dove il bene-casa inizialmente oggetto di un mutuo ha generato un'obbligazione collegata all'ipotesi di rimborso, la quale è poi stata confezionata in titoli derivati, collocati su mercati i cui indici sono infine diventati parametro di valorizzazione di polizze di assicurazione sulla vita. Il dato dell'economia reale (l'immobile) è praticamente scomparso nel prodotto finale (volendosi qui fermare al passo precedente la polizza) in cui le parti si sono accordate affinché tra la differenza tra la somma di denaro corrisposto all'inizio del contratto (pensiamo ad una obbligazione indicizzata) e la somma da corrispondere al

---

<sup>105</sup> L'A. cit. fa riferimento ad allegati, prospetti e note informative che ritiene diventare qui parte integrante del contratto inerente il "prodotto" finanziario".

termine fosse dettata dalla variazione di valore di un indice di mercato, dato da derivati della cartolarizzazione dei debiti immobiliari. Quindi, in via di prima approssimazione, si rileva che gli allegati e i prospetti informativi (variamente denominati) devono essere considerati parte dell'accordo contrattuale, in quanto (ed è il secondo rilievo) richiamano condizioni e legami con una serie di accordi che solo in una lontana origine della catena ritrovano il collegamento con il dato dell'economia reale, in una sorta di montaggio a catena che arriva quasi ad elidere tale collegamento. Tuttavia, nei fatti, è stato dimostrato come il legame permane e conserva intatta la forza di influenzare tutti gli accordi da esso derivati<sup>106</sup>.

### *3. Dalla disciplina alla tutela finanziaria.*

Il punto di vista sopra esaminato offre alcuni spunti che potremo cogliere dopo aver vagliato criticamente l'impostazione di base. Tanto suggestivo, quanto bisognoso di attenta ponderazione è infatti il concetto di "nuovo bene" che si vuole attribuire all'oggetto dei nuovi contratti. Ciò che è certo è che l'esondante e tumultuosa massa dei nuovi prodotti finanziari necessiterebbe di un'attenta riflessione circa il minimo comune denominatore del mercato finanziario, l'interesse che muove le parti.

---

<sup>106</sup> Il mutuo contratto per acquistare un immobile non viene rimborsato, i titoli che avevano cartolarizzato quel debito perdono valore, i fondi che li avevano acquistati vanno in perdita e via scorrendo.



Una prima osservazione consente di rilevare che l'obiettivo quasi unico è sempre l'incremento di un capitale ed in questo lo schema sopra proposto torna sicuramente utile alla razionalizzazione delle fattispecie. Le modalità con cui si mira a conseguire questo incremento sono sicuramente "oggetto" di un'attenta e variegata disciplina contrattuale contenuta nelle clausole e capace di creare delle strutture che si ripetono in precisi standard, i quali ultimi vengono poi ulteriormente arricchiti di varianti, alcune delle quali possono cristallizzarsi attorno ad un nuovo schema comune di variante, che diventa nuovo tipo capace di produrre ulteriori varianti. Questa continua rincorsa ad un nuovo e sempre più dinamico schema contrattuale, determina una sorta di atipicità endemica del settore finanziario, che può mantenere la tutela giuridica garantita dall'art. 1322 c.c. solo dimostrando di perseguire un interesse meritevole di tutela. Questo interesse è qui rinvenibile nell'incremento del patrimonio attraverso attività finanziarie, legate quindi all'incremento delle risorse derivanti dal risparmio: fino a quando lo schema persegue questo fine, potrà dirsi ammissibile nell'ordinamento, a prescindere dal mezzo-schema contrattuale con cui viene perseguito nello specifico, sempre che questo si mantenga nell'ambito della liceità. Anche alla luce della precedente riflessione, ciò porta ad un'ulteriore considerazione.

L'applicazione della disciplina non segue più l'individuazione di un tipo contrattuale, quanto piuttosto l'individuazione di un

interesse, nel perseguimento del quale sorgono necessità di tutela: che, queste sì, richiamano l'applicazione di un'apposita disciplina. Se le parti inventano un nuovo tipo di derivato al cui valore parametrare l'ammontare degli interessi da corrispondere sul capitale prestato in un'obbligazione, non si guarderà al tipo contrattuale a cui esso è astrattamente riconducibile, ma all'interesse che persegue e all'esigenze di tutela che ne scaturiscono. Anche nel dibattito circa l'applicazione del T.U.F. ai prodotti assicurativi, non ci si è chiesto se i contratti linked fossero un prodotto assicurativo o finanziario, ma ci si è concentrati sulle esigenze di tutela della controparte non professionale delle imprese di assicurazione.

Da ultimo, il regolamento Isvap ha disciplinato il ricorso allo schema delle index-linked ponendo dei paletti con l'obiettivo di garantire la qualificazione del contratto come prodotto assicurativo, oltre a disciplinare la gestione degli attivi da parte delle imprese al fine di garantirle dai contraccolpi dei dissesti finanziari degli emittenti gli strumenti a cui si dovessero rivolgere nell'attività di investimento. Posto che l'applicazione del T.U.F. rimane certa, il fine ultimo delle precisazioni in termini di natura delle polizze da parte dell'Isvap ha sicuramente puntato piuttosto ad evidenziare i casi in cui sia ancora applicabile la disciplina del contratto di assicurazione sulla vita: come si vedrà dall'esame della giurisprudenza, essa è stata spesso usata come incentivo della domanda (agevolazioni fiscali, inalienabilità, impignorabilità), talvolta a sproposito.

La ricostruzione normativa<sup>107</sup> del percorso definitorio delle polizze index-linked come prodotti (non strumenti) finanziari emessi da imprese di assicurazione, ha forse confermato i dubbi sulla natura del contratto, piuttosto che chiarirli. Ma non si può dire che abbia determinato la fuoriuscita dall'ambito assicurativo e l'incondizionato ingresso nel mondo finanziario, con l'applicazione di tutte le sue regole. Ciò non soltanto per via della precisazione circa l'assenza della natura di strumento finanziario, ma anche per via delle preoccupazioni manifestate dalla stessa Consob in risposta alle osservazioni in sede di consultazione, prima dell'approvazione della delibera n. 16190<sup>108</sup>: in risposta ai timori circa eventuali sovrapposizioni tra le normazioni di categoria (finanziaria e assicurativa), in più punti la Consob ha manifestato l'impegno a

---

<sup>107</sup> In merito al corposo intervento di fonti secondarie, quali i regolamenti, emessi da autorità di vigilanza, si rammenta che essi sono comunque stati originati da deleghe legislative, che hanno così attribuito loro specifica forza di fonte primaria, anche al fine di abrogare e derogare precedenti disposizioni di legge primaria. *“Non è comunque suscettibile di essere revocata in dubbio l'esistenza di un preciso ed esplicito disegno del legislatore nazionale, volto a ripartire tra normativa primaria e secondaria, secondo criteri funzionali, l'assetto disciplinare del comparto assicurativo”* (Corrias, *In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell'Isvap*, Resp.Civ.Prev., 2008, 5, 998, il cui argomentare, conformato sul rapporto tra CAP e regolamenti Isvap, ben si attaglia al legame fra TUF e regolamenti Consob).

<sup>108</sup> Esiti della Consultazione del 30.10.2007. Per alcuni esempi si veda l'esame di Corrias, *“In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell'Isvap*, Resp. Civ. e Prev., n.5, 2008, 997.

concordare con l'Isvap le migliori forme di coordinamento<sup>109</sup>. Ciò sia indice del permanere di una dualità che, seppur ridotta sotto il profilo della vigilanza a tutela del risparmiatore, non cessa di caratterizzare le polizze index-linked.

Si è anche osservato<sup>110</sup> che l'intervento del legislatore nel senso della qualificazione come "prodotti finanziari" non ha inteso mutare la natura giuridica delle polizze; ma ha mirato a prendere atto del fatto che sono forme di investimento di natura finanziaria, al solo fine di assoggettarle alle regole di presentazione e di condotta che devono essere osservate dai distributori di prodotti finanziari, per garantire l'uniformità della tutela per i risparmiatori.

---

<sup>109</sup> Vedi la valutazione delle osservazioni agli art. 83 e segg., pag. 150 e segg. dell'Esito delle Consultazioni, disponibile all'indirizzo internet [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>110</sup> Parrella, *La ripartizione del rischio finanziario nelle polizze index linked: un caso Lehman Brothers*, Società, 2010, 4, 455.

## CAPITOLO IV

### ASSICURAZIONE (SULLA VITA)

L'art. 1882 del codice civile recita: *“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”*<sup>111</sup>.

La definizione appare chiaramente bicipite, dove un capo è costituito dal legame tra danno e risarcimento; e l'altro è rappresentato dal legame tra evento attinente la vita umana e pagamento di una somma (capitale o rendita). Una prima constatazione<sup>112</sup> è che nella “summa divisio” che caratterizza il contratto di assicurazione, solo da un capo si ritrova la funzione

---

<sup>111</sup> La centralità della disciplina delle assicurazioni private contenuta nel codice civile è rimasta inalterata dopo la rinuncia al suo assorbimento nel Codice delle Assicurazioni Private, emanato col Dlgs. n.209 del 07.09.2005. Sull'opportunità del mancato assorbimento si vedano: Gambino, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in Giur.Comm., 2004, I, 1035; Amorosino, *Il nuovo codice delle assicurazioni- i profili pubblicistici del nuovo codice delle assicurazioni: disciplina di settore e potere di regulation dell'ISVAP*, Giur.Dir.Amm, 2005, 12, 1252. Il primo ritiene che accomunare diritto pubblico e diritto privato delle assicurazioni in un unico corpus avrebbe leso l'autonomia dei privati tutelata dall'art. 41 Cost; mentre il secondo osserva che la fusione dei due corpus legislativi non avrebbe determinato alcuna pericolosa subordinazione gerarchica.

<sup>112</sup> Che in realtà, come vedremo, è già una presa di posizione.

indennitaria delle somme corrisposte dall'assicuratore. Vediamo quindi che nel momento in cui l'assicurato paga il premio, per l'assicuratore sorge l'obbligazione di rivalere lo stesso del danno che subirà da un sinistro; o di corrispondere una somma al verificarsi di un evento attinente la vita umana. Una stretta interpretazione letterale<sup>113</sup> sembra non lasciare dubbi circa il fatto che solo nel primo caso la funzione del pagamento sia quella di risarcimento e quindi una funzione indennitaria. Nel secondo caso, il pagamento di un capitale o di una rendita è slegato da qualsiasi tipo di danno derivante da sinistro e fa seguito al mero verificarsi dell'evento attinente la vita umana dedotto in contratto. D'altronde, nessuna delle stringenti condizioni previste per l'assicurazione contro i danni (artt. 1895, 1896, 1896, 1897, 1898, 1905, 1906 cod.civ ecc.) è applicabile all'assicurazione sulla vita, ove nessun controllo del genere sarà necessario all'erogazione delle somme dovute dall'assicuratore<sup>114</sup>.

Tuttavia, se il contratto di assicurazione tout court è concepito

---

<sup>113</sup> Si anticipa in questa sede, una riflessione su cui torneremo a proposito di strumenti finanziari ed in chiusura: *“la diversità lessicale può stimolare l'attenzione dell'interprete nei confronti della specificità degli interessi che la disciplina è diretta a difendere, piuttosto che indurre a (improbabili) sistemazioni dottrinali, (...) Al contrario, ogni fattispecie è un concetto che la legge conforma in funzione dell'applicazione di una disciplina”* (Salamone, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, Riv. Dir. Comm., 1998, I, 711)

<sup>114</sup> Si intende qui fare riferimento alle teorie che si sono opposte al tentativo unificante della teoria indennitaria, come approfondiremo di seguito. Si vuole affrontare, infatti, un percorso argomentativo dialettico prima di una didascalica elencazione delle teorie, al fine di mostrare la duttilità della materia che si cerca di definire e che non è stata ancora (e forse non potrà essere) cristallizzata.

in maniera unitaria, unica deve essere anche la sua causa e da questa considerazione si sono prese le mosse per numerosi tentativi di *reductio ad unitatem*. Contro la constatazione proposta in sede di prima interpretazione letterale, la teoria denominata “indennitaria” ha cercato di affermare l’esistenza di un danno e quindi di una funzione risarcitoria anche nel pagamento seguente il verificarsi dell’evento attinente la vita umana, presentando come sinistro la morte o la stessa sopravvivenza; dove nell’un caso i danneggiati sarebbero coloro che perdono la fonte di reddito rappresentata dall’assicurato; nell’altro, invece, a subire un danno sarebbe l’assicurato stesso, per il fatto di essere ancora vivo in un periodo della vita in cui potrebbe aver perso in tutto o in parte la capacità di produrre reddito, con la conseguente necessità di ulteriori fonti di sostentamento<sup>115</sup>. I detrattori di questa impostazione rispondono che nessuna delle circostanze che vengono richieste nell’assicurazione contro i danni è posta quale condizione preliminare per la legittima erogazione anche del capitale o della rendita nell’assicurazione sulla vita. Il variare della misura del “rischio” in questa forma di assicurazione non comporta modificazioni dell’accordo, nemmeno quando questo rischio si palesi assente e il danno non si verifichi (come il caso in cui la morte dell’assicurato comporti un arricchimento per i sopravvissuti o alla scadenza fissata per il caso

---

<sup>115</sup> Ascarelli, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, Saggi giuridici, Milano, 1949, p. 397; Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, III, Milano 1956.

di sopravvivenza, l'assicurato disponga di fonti di sostentamento più che adeguate). Tali eccezioni appaiono superabili per chi, attingendo ad un'interpretazione sistematica, ha osservato che semplicemente il legislatore del 1942 ha considerato impliciti i danni generati da queste ipotesi, omettendone l'obbligo di verifica, come d'altronde aveva già fatto altrove nel codice civile, ad esempio nella liquidazione degli interessi o nel risarcimento del danno da mora nei debiti pecuniari<sup>116</sup>. A considerare soddisfacente questa impostazione (optando, dunque, per un concetto unitario del contratto di assicurazione nel senso di una sua funzione comunque indennitaria), si potrebbe ancora accettare la seguente definizione della funzione del contratto di assicurazione: cioè quella di trasferire un rischio dall'assicurato all'assicuratore, dietro pagamento di un premio<sup>117</sup>. Ritenendo altrimenti, verrebbe meno l'interesse dell'assicurato alla stipulazione del contratto. Ed un tale interesse nell'assicurazione sulla vita deve essere presente: altrimenti la causa dell'accordo si confonderebbe con la causa di gioco o scommessa. Con un esempio: se l'ideatore di una copertura protettiva per i campi contro la grandine vuole dimostrare che essa funziona, potrà impegnarsi a pagare il proprietario del campo una determinata somma nel caso in cui il raccolto invece venga danneggiato. Risulta intuitivo riconoscere una causa di scommessa: per parlare di

---

<sup>116</sup>Ascarelli, *Elisir di lunga vita e interesse nell'assicurazione*, Riv.Trim.Dir.Proc.Civ., 1952, p. 1146.

<sup>117</sup>Fanelli, *Le assicurazioni*, in Trattato Cicu-Messineo, I, Milano, 1973.



assicurazione, oltre alla presenza di un interesse assicurabile (conservare l'integrità del raccolto), occorre che l'accordo abbia la funzione di tutelare questo interesse. Allora si parlerà di assicurazione se l'impegno a pagare la somma di denaro diventerà attuale nel momento del danno e in conseguenza di esso (nell'esempio di sopra, la distruzione del raccolto da parte della grandine)<sup>118</sup>. Portando l'esempio nel ramo vita, la causa di scommessa si verificherebbe laddove l'assicuratore si impegnasse a pagare l'assicurato se questo sarà vivo a una data prestabilita<sup>119</sup>. Ed in effetti, sembrerebbe proprio trattarsi dello schema dell'assicurazione vita (almeno di quella caso vita). L'equivoco si risolve qualora si riconosca che in questo caso, come detto, la funzione dell'accordo è quella di tutelare un interesse della parte. E se non si vuole accettare che esso si identifichi con la necessità di far fronte a un danno, potrebbe accettarsi in generale che l'assicurato abbia interesse ad avere una certa disponibilità di denaro in coincidenza con eventi (fausti o infausti) attinenti la vita, propria o anche di un terzo<sup>120</sup>. Nel momento stesso in cui si pensa di riuscire a

---

<sup>118</sup> Buttarò, *Assicurazione (in generale)*, Enc. Diritto, III, Milano, 1958, p. 608.

<sup>119</sup> Nel caso di assicurazione caso vita; ma lo stesso dicasi per l'assicurazione temporanea caso morte, dove la scommessa sarebbe che l'assicurato muoia entro una certa data. Meno scontata sembra la causa di scommessa nell'assicurazione caso morte a vita intera.

<sup>120</sup> Valga altrimenti a distinguere la scommessa dall'assicurazione, la circostanza che la prima crea il rischio, mentre la seconda (trovandolo già in essere) provvede ad eliminarlo (ovviamente inteso il rischio come quello di non avere i mezzi economici o di non lasciarne alla famiglia superstite). Vedi Santoro-Passarelli, *Studi in onore di Donati*, 1970, 641. Una soluzione simile si ha osservando il problema dal punto di vista economico: "La differenza fra

mettere a fuoco l'interesse dell'assicurato sotteso all'assicurazione sulla vita, si acquista la consapevolezza di quanto quest'ultima sia ulteriormente articolata al suo interno. L'assicuratore, infatti, può obbligarsi a pagare la somma: a) qualora l'assicurato muoia entro un certo termine; b) qualora l'assicurato muoia, qualunque sia il momento; c) se a una certa scadenza l'assicuratore sia ancora vivo; d) se gli eventi precedenti interessino la vita di un terzo. Sostanzialmente trattasi della tripartizione 'caso morte', 'caso vita' e 'mista', che però a loro volta trovano una molteplice e sempre più varia formulazione di schemi nella prassi. Senza lasciarsi (ulteriormente) fuorviare, è stato proposto<sup>121</sup> di interpretare l'interesse nell'assicurazione sulla vita in maniera ancora più generica, individuando il discrimine della *summa divisio*<sup>122</sup> tra assicurazioni danni e assicurazione vita in un'altro tipo di considerazione, ossia quella della meritevolezza della tutela giuridica dell'accordo richiamata dall'art. 1322 cod.civ.. Si afferma, in sostanza, che l'assicurazione cessa di avere una funzione meritevole di tutela nel momento in cui l'entità della prestazione dovuta dall'assicuratore è tale da far venir meno ogni interesse contrario dell'assicurato al verificarsi dell'evento dedotto in

---

*l'assicurazione e il giuoco è nello scopo economico: la prima rende economicamente indifferente un'eventualità gravosa, il secondo fa produrre un effetto economico ad una indifferente; colla prima uno si libera dal caso, col secondo si mette in balia del caso*" (Gobbi, "Osservazioni sulla relazione fra caratteri economici e caratteri giuridici dell'assicurazione", Assicurazioni, 1936, I, 254).

<sup>121</sup> Fanelli, *Le assicurazioni*, in Trattato Cicu-Messineo, Vol. XXXVI, I, 90 e segg.

<sup>122</sup> Abbandonando quindi l'impostazione unitaria.

contratto (e quindi anche a far sorgere l'interesse al verificarsi dello stesso). Di modo che, laddove il contratto possa atteggiarsi in maniera tale da far sorgere nell'assicurato l'interesse al sinistro, sono necessarie rigide barriere che scongiurino la degenerazione dell'accordo (assicurazione contro i danni); quando, invece, tale possibilità non sussiste, cessa la ragione di questa sorta di blindatura del contratto (assicurazione sulla vita). Così argomentando, la *summa divisio* tra assicurazione contro i danni e assicurazione sulla vita reca in sé la distinzione tra un regime restrittivo e un regime liberale, la cui applicazione è direttamente connessa alla presenza o alla assenza della necessità di scongiurare la citata degenerazione. Venendo ad una esemplificazione, diremo che: se il risarcimento pattuito per la lesione agli arti, raggiunge somme tali da diventare occasione non di mero ristoro, ma di guadagno per l'assicurato, potrebbe nascere nel medesimo un interesse al verificarsi dell'evento (il che stravolgerebbe l'impianto di un contratto la cui causa assolve altre funzioni)<sup>123</sup>. In tali circostanze, occorre applicare un regime di regole restrittive (artt. 1904-1918 c.c.), che in più direzioni impediscano che questa degenerazione si verifichi. Diversamente, quando il rischio di deviazione non può sussistere, perché: l'entità della prestazione non è tale da far sorgere l'interesse all'evento assicurato (assicurazione caso morte, in cui a nessuna

---

<sup>123</sup> In particolare, nel momento in cui per l'assicurato il vantaggio della somma di denaro superi lo svantaggio della lesione all'arto.

latitudine la somma di denaro potrà far nascere nell'assicurato l'interesse a perdere la vita); oppure l'evento dedotto in rischio non ha natura di sinistro (assicurazione caso vita, dove l'interesse dovrebbe essere contrario alla sopravvivenza); infine, se la natura dell'interesse è tale da consentire di rimettere solo al soggetto esposto al rischio il giudizio sulla convenienza della sua determinazione (caso morte di terzi); in tutti questi casi, viene meno la necessità che legittimerebbe l'applicazione del regime restrittivo e può quindi applicarsi un regime più liberale<sup>124</sup>. In questo modo, si rinuncia a ricucire la dualità del contratto di assicurazione e si individua il confine tra le due anime dell'accordo nella presenza o meno del rischio che sorga l'interesse al verificarsi dell'evento assicurato.

Nonostante lo sguardo ampio e sistematico di questa ultima impostazione, non sarebbe leale nei confronti della teoria indennitaria non rilevare che qualche incertezza sussiste anche nell'articolazione delle diverse ipotesi di interesse al verificarsi dell'evento all'interno della varia casistica dalle polizze caso-vita. Di modo che sembra quasi sorgere una seconda necessità: dopo quella di unificazione delle assicurazioni danni con le assicurazioni vita, la riduzione ad *unicum* delle diverse ipotesi di assicurazione vita. Quindi, laddove si rimproverava alla teoria indennitaria di non

---

<sup>124</sup> L'A. cit. prosegue argomentando le motivazioni per cui ritiene questa impostazione come la migliore ed anzi l'unica plausibile. Si rimanda all'opera per un approfondimento.

riuscire a unire ciò che non poteva che essere diviso; la stessa critica può essere mossa a chi, difesa tale bipartizione, non ammette che da un lato (assicurazione vita) non vi è un'unica fattispecie, ma una frammentazione di ipotesi dalla non sempre scontata omogeneità.

Un altro contributo è stato offerto dalla scienza economica, con la teoria del bisogno eventuale<sup>125</sup>. Con l'assicurazione sulla vita, l'assicurato intende preconstituire una dotazione per le necessità che potranno presentarsi in un preciso momento della vita umana (come la propria morte o la propria sopravvivenza); con la precisazione (tutta giuridica) che non è l'evento umano a rappresentare il danno, né tale sarebbe l'eventuale conseguenza dell'evento<sup>126</sup>. Di fronte all'eventualità del sorgere di un bisogno, il singolo può scegliere due strade, il risparmio o l'assicurazione: dove il primo comporta sacrifici attuali spesso sproporzionati alle future necessità, l'assicurazione ha la funzione di provvedere a costo certo parziale (ripartendo per quote fisse tra gli assicurati la raccolta delle disponibilità necessarie) al soddisfacimento del bisogno eventuale. Accogliere tale teoria economica nell'ambito giuridico riporta fatalmente ad obiezioni già espresse, circa l'assicurazione sulla vita e la necessità di individuare il bisogno eventuale; laddove la norma prescinde da tale individuazione ed il contratto rimane valido anche

---

<sup>125</sup> Accolta, fra gli altri, da Salandra, *Assicurazione* (voce), sub art. 1882, in *Commentario Scialoja*, 3a ed., Bologna Roma, 1948.

<sup>126</sup> Ascarelli, *Elisir di lunga vita e interesse nell'assicurazione*, *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1952, 1146.

se tale bisogno alla scadenza del contratto non si sarà verificato. La teoria economica concentra l'attenzione sulla ricerca dei mezzi da parte del soggetto e quindi è soddisfacente nel momento in cui distingue assicurazione e risparmio individuando nella prima un'operazione a costo certo parziale per il soddisfacimento di un bisogno eventuale; mentre la teoria giuridica, ha bisogno di trovare la funzione economico-individuale dell'accordo con cui ci si procura i mezzi e pertanto ha bisogno di una causa<sup>127</sup>. A ritenere comunque sufficiente la valutazione astratta del bisogno, rinunciando quindi alla sua individuazione in concreto, si ritornerebbe altrettanto fatalmente alla teoria indennitaria, se ci si accontenta della sola probabilità del danno<sup>128</sup>. Infatti, se si ritiene di poter omettere la verifica di un bisogno che è sufficiente presumere, aveva già ragione chi individuava una presunzione legale del danno e una espressa rinuncia alla sua verifica da parte di un legislatore codicistico che lo stesso atteggiamento assumeva per i danni da *mora debendi* e la liquidazione degli interessi<sup>129</sup>. Di sicuro c'è che l'ordinamento non può rinunciare a pretendere che già nel momento della conclusione

---

<sup>127</sup> Dove in un sistema di common law, la presenza della consideration intesa come individuazione della corrispettività degli impegni tra le parti, sarebbe stata sufficiente. Tanto basti a separare i diversi destini che hanno interessato l'analisi delle assicurazioni linked nei paesi anglosassoni rispetto a sistemi di civil law. Nei primi il dibattito si è piuttosto incentrato su caratteristiche tecniche, mentre nei secondi si è aperto il dibattito sulla causa, che sarà ripreso più avanti nella trattazione.

<sup>128</sup> Per le considerazioni che precedono, v. Buttarò, *Assicurazione in generale (voce)*, Enc.Dir., III, Milano, 1988.

<sup>129</sup> Ascarelli, *Elisir di lunga vita e interesse nell'assicurazione*, Riv.Trim.Dir.Proc.Civ., 1952, 1146.

del contratto venga individuato l'interesse delle parti alla stipulazione dell'accordo. La valutazione del bisogno che spinge l'assicurato a predeterminare i mezzi per farvi fronte, deve essere compiuta in questo momento e quindi prescinde dalla successiva concreta attuazione del danno prodotto dall'attualizzazione del bisogno. Tale considerazione ha aperto la riflessione sulla struttura del contratto di assicurazione: questo sarebbe allora un contratto di durata a prestazioni corrispettive sinallagmatico almeno dal punto di vista genetico<sup>130</sup>. In esso l'obbligazione dell'assicuratore dovrebbe essere quella di sopportare il rischio del verificarsi dell'evento dannoso, predisponendo i mezzi per ottenere la necessaria provvista, con un'attività di adempimento prolungata nel tempo (ciò che caratterizza il contratto di durata, il quale non potrebbe essere tale per il solo fatto della postergazione di un adempimento)<sup>131</sup>. Il contratto aleatorio per eccellenza diventerebbe allora un contratto commutativo, in cui certa è la prestazione anche dell'assicuratore<sup>132</sup>.

All'epoca della redazione del codice civile, l'assicurazione sulla vita era *"in gran parte liberata"* dalla *"incertezza... insita nella causa e nell'oggetto"* del contratto di assicurazione contro i danni. Incerto era

---

<sup>130</sup> Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, Milano, 1954.

<sup>131</sup> Tanto giustificerebbe la circostanza che laddove il contratto scada senza che si sia verificato l'evento, l'assicurato non avrebbe diritto a ripetere la prestazione: ciò che è sintomo del fatto che la controparte abbia comunque tenuto un comportamento in ossequio all'obbligazione assunta, che può definirsi corrispettivo dei premi pagati.

<sup>132</sup> Vedi per queste considerazioni e per l'esame delle obiezioni mosse a questa teoria Gambino, *Assicurazione I - Contratto di assicurazione (voce)*, Enc.Giur., III, Roma, 1988.

solo il “momento in cui [sarebbe caduto] l'avvenimento che [avrebbe determinato] o [avrebbe fatto] cessare le prestazioni economiche contrattuali”<sup>133</sup>. Di maggior interesse per l'argomento che si affronta è che per i “più comuni e rilevanti tipi contrattuali (assicurazioni per il caso di morte o mista)” si sottolineava la “certezza della prestazione dell'assicurazione” per quanto riguarda sia l'an, sia il quantum<sup>134</sup>. All'epoca era quindi pacifico che nel contratto di assicurazione sulla vita “l'impresa si obbliga a pagare una somma anticipatamente fissata in proporzione del premio”<sup>135-136</sup>.

Per tornare dal territorio dei problemi che interessano l'assicurazione in generale, e al percorso che avevamo intrapreso sull'assicurazione sulla vita in particolare, ci affidiamo alla seguente considerazione: l'assicurazione sulla vita, nelle sue molteplici forme e funzioni, ha una propria e indiscussa autonomia, anche e per merito di una tipizzazione legislativa, oltre a una peculiare natura. Aperto resterebbe allora il problema della sua autonomia e indipendenza anche rispetto all'assicurazione contro i danni<sup>137</sup>.

L'esame delle teorie e delle obiezioni che hanno caratterizzato e caratterizzano il dibattito in materia di assicurazioni e di assicurazioni sulla vita potrebbe continuare e tuttavia si tornerebbe

---

<sup>133</sup> Fanelli, (voce) “Assicurazione sulla vita (contratto di)”, in Nuovo digesto italiano, Torino, 1937, I, 845 e ss., 847.

<sup>134</sup> Vedi Fanelli, *op.cit.*, p. 848 e 854.

<sup>135</sup> Vivante, *Del contratto di assicurazione*, Torino, 1936, 22.

<sup>136</sup> la ricostruzione è in La Rocca, “Le sezioni unite e la «dimensione evolutivamente assunta»... dell'assicurazione sulla vita”, *Foro It.*, 2008, f.1, 2541.

<sup>137</sup> Fanelli, *Assicurazione sulla vita (voce)*, *Nov.Dig.It.*, 1988, I, 2.



ciclicamente alle considerazioni che qui sono state richiamate nei loro tratti principali. Siamo comunque già in possesso di elementi sufficienti al prosieguo della trattazione; risulta, quindi, utile schematizzare brevemente quanto esposto, premettendo alcune considerazioni di carattere generale.

L'art. 1882 c.c. offre almeno tre punti attraverso cui si dipana la linea di confine dell'assicurazione. In primo luogo il premio, come obbligazione principale del contratto: esso viene determinato dal rapporto tra il costo complessivo di tutti gli eventi del tipo assicurato che si verificano in media nell'arco di tempo considerato; e il numero di soggetti che in quel periodo sono assicurati (ciò che rappresenta il cuore del calcolo attuariale). In secondo luogo abbiamo un evento concreto, che chiameremo "sinistro" quando si concreti in un danno a una cosa; mentre parleremo di evento tout-court, qualora inerente la vita umana (e non sarà necessariamente lesivo di un interesse). Infine, il terzo elemento è l'obbligo dell'assicuratore di corrispondere una somma di denaro al verificarsi del secondo elemento, a titolo di risarcimento o di capitale o rendita in base al tipo di evento prodottosi. Tale dicotomia si è presto riverberata nel dibattito dottrinario, diviso anch'esso (quando non tripartito) sulla corretta individuazione della tipicità del contratto di assicurazione. Le conseguenze dell'una o dell'altra impostazione che adesso passiamo in rassegna, riguardano la qualificazione delle obbligazioni delle parti, l'applicabilità di

determinate normative, la stessa distinzione tra assicurazione e figure affini, la distinzione del contratto in base agli effetti, alla conclusione e via discorrendo<sup>138</sup>.

Il contratto di assicurazione, per alcuni, rimane un *unicum* inscindibile, ben caratterizzato nonostante l'apparente dicotomia. Si parla di "tesi monista" per raccogliere i sostenitori di quelle teorie che hanno come punto di riferimento l'asserita monoliticità del contratto. La prima di queste è la "teoria indennitaria", per la quale la funzione indennitaria dell'obbligazione dell'assicuratore rappresenta il filo conduttore tra assicurazione contro i danni e assicurazione sulla vita<sup>139</sup>. Tuttavia, la configurazione di un danno anche negli eventi attinenti la vita umana (anche nella formulazione della c.d. "nuova teoria indennitaria") non è riuscita a superare il vaglio dei detrattori. Altro tentativo di unificazione è stato quello della "teoria del bisogno eventuale", secondo la quale in entrambi i casi, lo scopo dell'assicurato è quello di eliminare un bisogno eventuale, appunto, sia che derivi da un danno o da una condizione di necessità coeva ad un evento della vita. Ma, come accennato, è soluzione atta a soddisfare esigenze di teoria economica, più che giuridica e non permette di distinguere l'assicurazione da contratti

---

<sup>138</sup> Per l'esame sistematico delle teorie che verranno illustrate, vedi Rossetti, *Caratteri generali del contratto di assicurazione*, in Alpa, *Le assicurazioni private*, Torino, 2006, I, 779.

<sup>139</sup> Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, Milano, 1954.

dalla funzione simile (es. fideiussione). La "teoria dell'impresa"<sup>140</sup> sposta lo sguardo dal dato oggettivo degli elementi del contratto, per guardare alla soggettività di uno dei contraenti: ciò che accomunerebbe i diversi tipi di assicurazione è la qualità di imprenditore commerciale che l'assicuratore deve necessariamente possedere per poter garantire il soddisfacimento dei crediti degli assicurati. Ma anche in questo è stata sollevata l'obiezione della scarsa capacità di tale teoria di differenziare l'assicurazione da altre figure che ne condividono l'impostazione commerciale e le relative tecniche. Maggiore, se pure momentaneo, successo ha riscosso la "teoria del rischio", secondo la quale in entrambi i casi di assicurazione, la funzione dell'accordo è quella di trasferire il rischio del verificarsi del fatto concreto (danno o evento della vita) dall'assicurato all'assicuratore: nemmeno essa è però rimasta a lungo indenne da critiche. In particolare, qualora ci si interroghi sul significato di "rischio" si finisce per tornare alla teoria indennitaria (se ci si riferisce alla probabilità di un danno in senso giuridico) o alla teoria del bisogno eventuale (qualora del danno ci si limiti a considerare la sola eventualità).

A fronte di tali e insanabili contrasti, le "teorie pluraliste" abbandonano il tentativo di *reductio ad unitatem* e prendono atto della dualità del contratto di assicurazione, in base alla considerazione che in entrambi i casi l'assicuratore assume

---

<sup>140</sup> Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1934, III, 111.

un'obbligazione di dare, strettamente connessa all'evento assicurato e pertanto diversamente caratterizzata a seconda dell'evento. Se ne trae conferma dal dato letterale, dalla diversità della disciplina applicata e dei requisiti richiesti per l'accesso all'attività assicurativa<sup>141</sup>. Tra le diverse impostazioni raccolte in questo insieme, le più ardite arrivano a teorizzare una tripartizione del contratto di assicurazione, definendo come *tertium genus* l'assicurazione volontaria contro gli infortuni, in quanto partecipe di caratteri sia dell'assicurazione contro i danni, che dell'assicurazione sulla vita<sup>142</sup>. Ma il dato letterale non consente la creazione di tipi diversi da quelli enunciati.

Il dibattito sulla causa del contratto di assicurazione in generale, torna a proporsi allorché si cerchi di concentrare lo sguardo sulla sola assicurazione sulla vita. Tale focalizzazione ha ricevuto in passato scarsa attenzione dalla dottrina, spesso assorbita da quello più generale<sup>143</sup>, al quale si è già in parte fatto cenno: ci si limita a sottolineare come da un lato si cerca di rendere autonoma l'assicurazione sulla vita individuando la causa nella previdenza (o risparmio finalizzato alla previdenza<sup>144</sup>): per far fronte ad un bisogno eventuale con un costo certo parziale; dove si può dire che

---

<sup>141</sup> Fanelli, *Le assicurazioni*, cit., 461 e segg..

<sup>142</sup> Pasanisi, *L'assicurazione infortuni nella disciplina legislativa del contratto di assicurazione*, *Assicurazioni*, 1962, I, 261.

<sup>143</sup> Bugiolacchi, *Introduzione. La natura del contratto e il rischio assicurato*, in Alpa, *Le assicurazioni private*, Torino, 2006, I, 2517.

<sup>144</sup> Come ricorda Cass. n. 8676/2000.

esso sia attuale, se si sposta il momento della valutazione all'atto della sottoscrizione, piuttosto che al verificarsi dell'evento; e tuttavia si può arrivare a dire che anche la previdenza svolga una funzione indennitaria, poiché la morte dell'assicurato è dannosa per chi sopravvive senza avere più la fonte di reddito rappresentata dal *de cuius* o per l'assicurato che raggiunga una determinata età con ridotta capacità lavorativa e deficienza di mezzi per il proprio sostentamento. La tentazione di archiviare il problema della causa nel contratto di assicurazione<sup>145</sup>, a volerle cedere, non salva da un'ulteriore questione, questa sì specifica del ramo vita: se il rischio sia un elemento essenziale della causa o piuttosto faccia riferimento all'oggetto del contratto<sup>146</sup>. Preferiamo fermarci sulla soglia, lasciando ad altre sedi l'approfondimento di questo ulteriore percorso: basti fare cenno alle ulteriori articolate e contrastanti teorie sia sul concetto di causa, che sul concetto di oggetto del contratto, per intuire quanto instabile sia il terreno su cui ci dovremmo muovere e quanto facile sarebbe perdere di vista l'obiettivo principale. Possiamo (e dobbiamo) però considerare che il tipo di rischio che interessa l'assicurazione, è diverso dal rischio che interessa i contratti sussumibili nell'insieme dei "prodotti finanziari" (nel senso chiarito nel capitolo precedente): se non possiamo dire con certezza "qual è" questo rischio, possiamo

---

<sup>145</sup> In questa sede usciremo dal *cul de sac* optando per la scelta che più convince, quella della Suprema Corte, ossia la causa previdenziale.

<sup>146</sup> Bugialocchi, *cit.*, 2525.

comunque dire “quale non è”: non è il rischio di investimento.

## **CAPITOLO V**

### **LA DISCIPLINA NORMATIVA**

Nei capitoli precedenti è venuto in rilievo come spesso non sia il tipo contrattuale a dettare la disciplina, ma sia piuttosto la necessità di approntare una tutela ad imporre l'intervento legislativo. Solo a posteriori, risulta possibile, allora, tentare il percorso inverso, cercando di risalire dalla disciplina all'eventuale tipo contrattuale nell'ambito del quale può verificarsi la lesione degli interessi tutelati. Rimane essenziale, dunque, procedere all'esame degli articolati interventi del legislatore in materia di polizze index-linked.

La dinamicità dell'evoluzione che ha interessato (e probabilmente ancora interesserà) questo settore, ha direttamente influenzato anche il ritmo e la portata degli interventi. Di primaria importanza è sicuramente stata l'approvazione del Codice delle Assicurazioni Private (in seguito, per brevità, "C.A.P."), il quale, tuttavia, non ha fatto altro che inserirsi nel flusso normativo alimentato dalla disciplina regolamentare dell'Isvap: l'autorità di vigilanza del settore assicurativo, aveva già da alcuni anni avviato

una serie di interventi in materia, con l'obiettivo di tutelare in prima battuta il mercato, anche attraverso l'individuazione di precisi distinguo tra le diverse figure contrattuali che andavano sempre di più affollando il panorama assicurativo. Accompagneremo l'esame delle fonti con alcune considerazioni in punto di interpretazione, che ci serviranno ad introdurre i profili argomentativi esposti nella giurisprudenza; nelle decisioni della quale sarà possibile ritrovare l'evoluzione delle fonti

### *1 . Il Codice delle Assicurazioni Private*

Nel Codice delle Assicurazioni il ramo vita è suddiviso all'art. 2 c. 1 in diversi rami assicurativi: I - sulla durata della vita umana; II - sulla nuzialità o natalità; III - assicurazioni dei rami precedenti le cui prestazioni sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento<sup>147</sup>; IV - contro la malattia e il rischio di non autosufficienza garantite mediante contratti di lunga durata, non rescindibili, per il rischio di invalidità grave dovuta a malattia o a infortuni o a longevità; V - operazioni di capitalizzazione; VI - operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa. La

---

<sup>147</sup> Anche se il precedente DLgs n. 175 del 1995 non includeva il riferimento a indici o ad altri valori, questo era considerato implicito già sotto la sua vigenza.



sola lettura di questo elenco conferma l'eterogeneità che tanti problemi ha causato all'interprete, quando ha cercato di tracciare un profilo comune a tutto il ramo vita.

Quale esempio di tali difficoltà, si consideri la particolarità dell'art. 179 C.A.P., il quale definisce il contratto del ramo V come quello mediante cui *“l'impresa di assicurazione si impegna, senza convenzione relativa alla durata della vita umana, a pagare somme determinate al decorso di un termine prestabilito in corrispettivo di premi, unici o periodici, che sono effettuati in denaro o mediante altre attività”*: notiamo qui l'espressa esclusione della convenzione relativa alla vita umana e la determinatezza delle somme versate dall'assicuratore al termine di un altrettanto determinato periodo di tempo. La capitalizzazione è ormai considerato un contratto tipico diverso dall'assicurazione *tout-court* e ricompreso nelle attività dell'impresa di assicurazione per motivi storici, più che giuridici. In verità non manca chi ravvisa il permanere di un rischio trasferito dal capitalizzante (colui che conferisce il capitale) al capitalizzatore (colui che si impegna a restituirlo a una determinata scadenza), che sarebbe il rischio della fluttuazione del tasso di interesse in un determinato arco temporale. Accollandosi la gestione e promettendo la remunerazione ad un determinato tasso, il rischio che le fluttuazioni impediscano di ottenere un interesse pari a quello garantito è evento che ricade sulle spalle dell'assicuratore (sempre a fronte del pagamento di un premio). Si ritiene da parte di altri, che il

contratto di capitalizzazione rimanga privo di qualsiasi connotazione assicurativa, mancando il legame al rischio demografico ed essendo presente la certezza sull'ammontare della somma che sarà corrisposta all'assicurato<sup>148</sup>. Volendo superare qui le problematiche del contratto di capitalizzazione<sup>149</sup>, questi brevi cenni rimangono funzionali a rilevare come l'assenza di una convenzione relativa alla vita umana non ha sempre impedito *sic et simpliciter* di escludere la natura assicurativa di un contratto. Torna altresì utile per la successiva considerazione.

Il ramo III è formato dalle *“assicurazioni, di cui ai rami I e II, le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento”*. Vengono, dunque, in considerazione contratti di assicurazione sulla durata della vita umana (I) e contratti di assicurazione di nuzialità e natalità (II), accordi la cui tipicità della causa riposa su sicure basi di rischio demografico: laddove la peculiarità che porta ad ascriverli al ramo III è il collegamento delle prestazioni principali ad elementi esterni all'attività contrattuale delle parti (valore di quote di fondi di investimento o indici e altri valori di riferimento). Sembra, quindi,

---

<sup>148</sup> Vedi Corrias, *In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell'Isvap*, in Resp. Civ. e Prev., 2008, 5, 997-

<sup>149</sup> Per un'approfondita trattazione, si veda Candian, *I contratti di capitalizzazione*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, trattato diretto da Galgano, Torino, 1995, 2601.

che a voler parlare di polizze index-linked come polizze del ramo III, la presenza del rischio demografico rimanga postulata dal rinvio al ramo I, in cui tale elemento è essenziale.

Il rischio demografico è a carico dell'impresa di assicurazione, mentre abbiamo visto che nelle polizze index-linked il rischio di investimento è di norma trasferito (anche totalmente) in capo all'assicurato. Di norma, quindi, quello demografico è un tipo di rischio che si presenta come elemento autonomo e distinto rispetto al rischio di investimento e ciò fintanto che l'evento assicurato sia incerto nell'an. Nelle forme assicurative in cui, invece, l'incertezza riguarda solo il *quando* dell'evento, vi possono essere casi in cui tale autonomia si eclissa: in particolare nell'assicurazione a vita intera a premio unico e nell'assicurazione mista a premio unico, dove la somma garantita a scadenza è uguale a quella garantita per la premorienza. In questi casi il rischio demografico sarebbe la *"conseguenza del rischio di investimento assunto con la garanzia del pagamento di una somma predeterminata, anche soltanto nel minimo, a fronte dell'incertezza del momento in cui questa sarà dovuta"*. Ed allora, se la polizza index-linked non prevede la garanzia del risultato, l'assicuratore non si assume alcun rischio di investimento e di conseguenza nemmeno il rischio demografico<sup>150</sup>. Tale articolato ragionamento, finalizzato ad obliterare la rilevanza del rischio

---

<sup>150</sup> Per questa impostazione vedi Volpe-Putzolu, *Le polizze Unit linked e Index linked*, Ass., 2000, I, 241.

demografico nella qualificazione di un contratto assicurativo, soffre l'eccessiva specificità dell'esempio riportato, che si pretende di estendere a regola generale. In realtà, il problema si era già affacciato per i contratti di capitalizzazione (ramo V) ed era stato ivi risolto proprio con l'eccezionalità della previsione. Puntare al rischio demografico per asportarlo dal corpo dell'assicurazione, per quanto precisa possa essere l'operazione, non mantiene indenne il paziente dagli effetti collaterali. L'assicurazione sulla vita nasce con l'accollo dell'impresa del rischio legato alla durata della vita umana (riuscirà l'assicuratore a riscuotere - pensiamo a forme di premio periodico - premi sufficienti a coprire la cifra promessa, prima che l'assicurato muoia e smetta quindi di pagare? O - nel premio unico - la somma chiesta ai singoli assicurati, sarà sufficiente a coprire gli eventi assicurati che si verificheranno effettivamente in un arco di tempo?). La circostanza che la sempre maggiore ingegnerizzazione finanziaria approntata dalle imprese per farvi fronte, abbia fatto assumere al contratto caratteristiche tipiche dei contratti di investimento, non può da sola autorizzare a ritenere che si rimanga nel recinto assicurativo sol perché la controparte contrattuale è un'impresa di assicurazione; o perché il contratto è denominato "assicurazione sulla vita".

Rimane indubbio che l'ampia formula utilizzata dal legislatore del 1942 nell'art. 1882 cod.civ. consente di rinnovare costantemente il dibattito sugli elementi essenziali e su quelli distintivi del

contratto di assicurazione; e forse l'indiscutibilità del rilievo del rischio demografico, può essere revocata in dubbio dalla considerazione che negli anni quaranta l'unica forma di assicurazione sulla vita prevedeva il pagamento di un capitale determinato, mentre successivamente il mercato si è aperto a forme variabili di determinazione della somma da corrispondere all'assicurato, che potenzialmente hanno minato la stabilità della colonna del rischio demografico<sup>151</sup>.

Sta di fatto che oggi l'evento attinente la vita umana, in alcune varianti delle polizze linked, arriva anche ad essere quasi del tutto obliterato dall'operazione finanziaria. Quest'ultima è, dunque, suscettibile di acquisire una maggiore o minore rilevanza e ciò influenza direttamente la qualificazione del contratto, come ci accingiamo meglio ad esaminare, facendo un passo indietro: successivamente, sarà, altresì, utile a verificare l'importanza del rischio demografico nella normativa attuale.

---

<sup>151</sup> Volpe Putzolu, *Le polizze Unit linked e Index linked*, Ass., 2000, I, 250.

## 2. I regolamenti attuativi dell'Isvap <sup>152,153</sup>

Prima dell'emanazione del C.A.P., la principale fonte normativa in materia era rappresentata dai ricorrenti interventi regolamentari dell'ISVAP; con l'emanazione del C.A.P. e le molte norme di rinvio a regolamenti attuativi dello stesso istituto di controllo, la produzione di quest'ultimo ha poi conosciuto un ulteriore e decisivo impulso all'emanazione di atti che hanno posto un punto fermo nella definizione e nella regolamentazione dei prodotti assicurativo-finanziari, soprattutto per le polizze index-linked. In precedenza, infatti, molti interventi erano stati indirizzati a disciplinare il ricorso al mercato finanziario e la previsione di garanzie per i sottoscrittori<sup>154</sup>, stante l'incertezza circa la natura del contratto:

---

<sup>152</sup> Nonostante i progetti di legge che ne prevedevano l'eliminazione, l'istituto ha mantenuto le prerogative progressivamente acquisite dopo l'istituzione con L.576 de 12 agosto 1982, con cui persegue il duplice obiettivo di tutela dell'assicurato e garanzia della stabilità dell'impresa di assicurazione (Carriero, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, Società, 2009, 7, 813). Dotato dei caratteri dell'autorità amministrativa indipendente, l'istituto è investito di una vigilanza sulla stabilità e sulla trasparenza delle imprese di assicurazione caratterizzata da un assetto "per soggetto"; mentre la vigilanza della CONSOB è "per finalità". E tale differenza rimane giustificata - anche nell'ottica di futuri accorpamenti - dalla circostanza che "gli accantonamenti a riserva tecnica, il margine di solvibilità e gli stessi particolari caratteri dei prodotti assicurativi rendono arduo il confronto delle regole inerenti al patrimonio delle imprese di assicurazione con le prescrizioni dettate per gli altri intermediari" (Santagata, *La soppressione dell'Isvap nei progetti di riforma delle Autorità indipendenti*, Assicurazioni, 2007, I, 203).

<sup>153</sup> La documentazione citata di seguito è reperibile sul sito dell'istituto, all'indirizzo [www.isvap.it](http://www.isvap.it).

<sup>154</sup> Si vedano le Circolari: n. 71 del 26 marzo 1987, *Assicurazioni individuali sulla vita a prestazione rivalutabile collegate a gestioni interne separate*; n. 191 del 17 dicembre 1992 e n. 210 del 17 dicembre 1993, *Informativa e pubblicità nei contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione a prestazione rivalutabile collegati a gestioni interne separate*; n. 294 del 4 febbraio 1997, *Nuovi criteri di redazione dei prospetti esemplificativi contenuti nelle note informative relative a polizze di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione rivalutabili*; n. 506/D del 10 giugno 2003, *Polizze di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione rivalutabili: tasso di inflazione esemplificativo da utilizzare nelle note informative*; la Circ. N. 332/D del 25 maggio 1998, *Contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione*

l'auspicio di una maggiore chiarezza era stato fatto proprio dalla Consob con la Comunicazione DIN/99061789 del 13 agosto 1999, in cui si leggeva che *“la rilevata labilità del confine tra alcune categorie dei prodotti assicurativi (...) e gli strumenti finanziari veri e propri rende auspicabile l'adozione di cautele e regole di comportamento comparabili a quelle previste nel settore dei servizi d'investimento”*<sup>155</sup>.

L'ISVAP è intervenuto diverse volte in materia di polizze index-linked: in particolare, tra le prime, con la Circolare n. 332/D del 25 maggio 1998, *“Contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione con prestazioni direttamente collegate a fondi di investimento o ad indici azionari o altri valori di riferimento”*. In essa si richiamava l'allora in vigore art. 30 Dlgs n.174/95, attuativo della direttiva n.96 del 10.11.1992 in materia di assicurazione sulla vita<sup>156</sup> per fornire importanti indicazioni di metodo e di definizione. Queste ultime ci interessano in questo passaggio.

Il punto 2 *“Classificazione all'interno dei rami assicurativi”*, anticipava infatti quanto sarebbe stato poi recepito nel citato artt.2

---

*con prestazioni direttamente collegate a fondi di investimento o ad indici azionari o altri valori di riferimento, in cui fra l'altro si descrivono compiutamente i tipi di rischio nei contratti di assicurazione; n. 249 del 19 giugno 2005, Obblighi di informativa nei contratti di assicurazione sulla vita.*

<sup>155</sup> Citazione riportata in Luberti, *Funzione finanziaria e previdenziale dei prodotti assicurativi: riflessi in ordine alla regolamentazione e alla vigilanza*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2008, 54.

<sup>156</sup> Insieme alla direttiva n. 49 del 18.06.1992 per il ramo danni (recepita con il DLgs n.175/95), rappresenta le c.d. *“terze direttive”*, con cui si stabilì la definitiva affermazione del principio dell'*home country control*, secondo il quale l'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa rilasciata da uno degli Stati membri della Comunità europea deve valere in tutto il territorio comunitario, consentendo all'impresa autorizzata il libero stabilimento oppure l'esercizio dell'attività in regime di libera prestazione di servizi.

c.1 e 179 del Codice delle Assicurazioni Private. Si leggeva nella circolare 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”*. Tanto avevamo già anticipato affrontando il dibattito dottrinario: continuando la lettura si apprende inoltre che *“non possono essere inclusi nel ramo III, quelle polizze le cui condizioni contrattuali siano articolate in modo tale da rendere, di fatto, l’entità e l’effettiva erogazione delle singole prestazioni, per il caso di sopravvivenza e/o per il caso di morte, indipendenti dalla durata della vita della testa assicurata”*. Sempre con riferimento a quanto già dibattuto, in quest’ultimo caso si sarebbe parlato di fuoriuscita dal campo assicurativo<sup>157</sup>; mentre da altre parti era stata sostenuta l’indipendenza dei contratti di assicurazione dal rischio demografico<sup>158</sup>. Continuando la lettura della circolare<sup>159</sup>, si scopre che l’ISVAP affermava: *“qualora l’impresa con i contratti di cui all’art.*

---

<sup>157</sup> Gambino, *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazioni e bancarie e nuove forme tecniche dell’assicurazione mista sulla vita a premio unico*, Assicurazioni, 1993, I, 165: anche se riconosceva questo tipo di operazioni come legittimamente poste in essere da imprese di assicurazione in virtù della prima direttiva comunitaria vita (tab.A, III, legge n.742/86).

<sup>158</sup> Volpe Putzolu, *Le polizze Unit Linked e Index Linked*, Assicurazioni, 2000, I, 249.

<sup>159</sup> Che temporalmente si colloca tra i due interventi dottrinari.



*30 non assuma alcun rischio demografico, il prodotto dovrà essere chiaramente connotato come un'operazione di capitalizzazione", con la precisazione che "poiché l'ammontare della somma da pagare a scadenza deve essere predeterminato, è necessario che i contratti di capitalizzazione con prestazioni collegate a fondi investimento o ad indici azionari o altri valori di riferimento prevedano sempre una garanzia minima di rendimento, rilasciata dall'impresa, tale da soddisfare la suddetta condizione".*

Nel 1998, l'ISVAP sembrava già affermare, dunque, che le polizze index-linked *Guaranteed* costituivano contratti di capitalizzazione. Laddove non ci fosse stata la garanzia di un reddito minimo, non si poteva parlare nemmeno di capitalizzazione. Le index-linked pure, allora, non erano classificabili come contratti di assicurazione? In ogni caso, si precisava che *"il rischio di investimento sopportato dall'assicurato andava individuato facendo riferimento esclusivamente alla variabilità, totale o parziale (in ragione dell'assenza o della presenza di una garanzia di risultato dell'investimento), dell'entità delle prestazioni dovute a quest'ultimo soggetto in funzione delle fluttuazione del valore delle quote o degli attivi di fondi d'investimento ovvero degli indici azionari o dei valori di riferimento"*. In merito al profilo del rischio, la Circ. 332/D definiva il concetto di rischio di investimento come *"rischio che gli attivi non producano un rendimento sufficiente o non conservino un valore tale da consentire all'impresa di soddisfare l'impegno contrattuale assunto nei*

*confronti del contraente*". L'Isvap riteneva compresi nel rischio di investimento, tre profili; a) rischio di "performance", come rischio (a fronte di rilascio al contribuente di una garanzia minima) che il valore degli attivi destinati a copertura delle riserve tecniche non sia tale da consentire la conservazione o la rivalutazione del capitale fino all'ammontare minimo garantito; b) rischio di "base" (a fronte di rilascio di garanzia di adeguamento del capitale in funzione del valore dei parametri di riferimento) che gli attivi destinati a copertura non consentano di replicare l'andamento del valore di riferimento e quindi di far fronte alle prestazioni assicurate; c) rischio di "controparte" (connesso alla qualità dell'ente emittente lo strumento finanziario acquistato a copertura) che l'ente non adempia ai propri obblighi contrattuali. Nelle polizze index-linked, l'istituto rilevava la sussistenza dei tre profili di rischio come funzione del meccanismo di valorizzazione del capitale assicurato previsto dalle condizioni di polizza; e anche qualora non fosse stata prevista una garanzia minima (in assenza, dunque, di un rischio di "performance"), l'impresa assumeva in ogni caso il rischio di base e il rischio di controparte<sup>160</sup>.

A proposito del rischio di controparte, l'Isvap, con circolare 451/D del 2001, ammoniva le imprese dall'indicare nel prospetto il trasferimento del rischio di controparte a carico dell'assicurato,

---

<sup>160</sup> Secondo VolpePutzolu, cit., tale impostazione non troverebbe conferma nella lettera dell'art. 1882 c.c..

poichè non rientrante tra quelli che a norma della Circ. 332 del 1998 erano trasferibili: “Questo Istituto ha rilevato che in alcuni casi le condizioni di polizza e la nota informativa, per indicare il rischio di controparte assunto dal contraente, prevedono che “resta a carico del contraente il rischio connesso all’inadempimento, totale o parziale, dell’emittente lo strumento finanziario a cui è collegata la prestazione” ovvero utilizzano formule analoghe, che fanno comunque riferimento al concetto di “inadempimento” dell’emittente<sup>161</sup>. Al riguardo si precisa che, secondo le indicazioni della circolare 332 del 1998 (paragrafo 1.1.), può essere trasferito dall’impresa al contraente *“il rischio connesso al deprezzamento di valore dello strumento finanziario cui sono collegate le prestazioni, derivante dal deterioramento del merito di credito dell’emittente, ma non anche il rischio che l’emittente, pur conservando la piena capacità e qualità di credito, non rimborsi all’impresa di assicurazione in tutto o in parte, per qualsiasi ragione, il valore dello strumento finanziario”*.

Successivamente, nel primo importante studio sulle polizze linked<sup>162</sup>, l’Istituto definiva le polizze index-linked come

---

<sup>161</sup> In verità, pare che anche successivamente all’emanazione della circolare, le compagnie abbiano continuato a scaricare sull’assicurato il rischio di controparte. Si è avuto modo di constatarlo, in sede di esame di alcune polizze, ad esempio “Zurich Maextra”, emessa nel 2005-

<sup>162</sup> Il più volte citato lavoro di Corinti e Cucinotta, *Le Polizze Index e Unit Linked in Italia*, Quaderni Isvap, 5, 1999”. In questo documento l’istituto di vigilanza confermava le impostazioni dettate nella circolare del 1998: accanto ad un importante apparato definitorio (anche a supplenza delle individuate lacune della normativa comunitaria) si affronta il problema della vigilanza e degli attivi posti a copertura. Come precisato nel 1998, *“la rilevata tendenza da parte delle imprese di assicurazione a privilegiare l’acquisto di attivi strutturati, in grado di immunizzare i*

caratterizzate da prestazioni la cui entità era funzione del valore di un indice azionario o di altro valore di riferimento, esprimendo il collegamento “entità di riferimento-prestazione” in considerazione del fatto che le prestazioni dedotte nel contratto potevano essere considerate come valori denominati in unità di conto, di volta in volta identificabili in funzione dell’entità di riferimento prescelta<sup>163</sup>.

In materia di utilizzo degli strumenti finanziari nelle polizze index-linked, l’ISVAP si era già pronunciata nella Circ. 451/D del 24.07.2001, con disposizioni sull’utilizzo degli indici azionari, trasparenza dell’informativa precontrattuale e contrattuale e sulla costituzione del margine di solvibilità. La Circ. 507/D del 10.06.2005 ha successivamente integrato la precedente, stabilendo l’espresso divieto di collegare le prestazioni delle polizze index-linked a “indici o altri valori di riferimento che siano costruiti o collegati, in modo diretto o indiretto, a titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione, effettuate anche in maniera sintetica, ovvero a

---

*rischi finanziari nascenti dagli impegni contrattualmente assunti nei confronti degli assicurati, produce di fatto la traslazione di rischi propri dell’impresa di assicurazione su soggetti non sottoposti alle regole di solvibilità e alle forme di vigilanza finanziaria del settore assicurativo, con conseguenti possibili rischi di “contagio” per il settore stesso nell’ipotesi di situazione di crisi degli emittenti”; di conseguenza dettava regole stringenti per l’individuazione dei titoli strutturati utilizzabili dalle imprese di assicurazione. Stabiliva che il derivato è ammesso solo quale strumento di protezione del valore del portafoglio e il ricorso al medesimo deve seguire le regole stabilite nel Provvedimento ISVAP del 24 settembre 1998 n. 981 G (integrazione del Provvedimento del 19 luglio 1996).*

<sup>163</sup> Definizione criticata da chi ritiene che tale impostazione, pur suggestiva, non rispondeva alla prassi del mercato: vedi Volpe Putzolu, *Le polizze Unit Linked e Index Linked*, Assicurazioni, 2000, I, 240.

derivati del credito”<sup>164</sup>. La lungimiranza di tale previsione si

---

<sup>164</sup> Per soddisfare l’esigenza di chiarire il significato di questi termini finanziari, ricorriamo alle definizioni della Banca d’Italia ([www.bancaditalia.it/servizi\\_pubbl/conoscere/vocabolario](http://www.bancaditalia.it/servizi_pubbl/conoscere/vocabolario)). La “cartolarizzazione” è “l’operazione mediante la quale una società (detta originator) trasforma una attività finanziaria o reale non negoziabile (ad esempio i finanziamenti concessi da una banca) in strumenti finanziari negoziabili. L’operazione viene effettuata mediante la cessione delle attività ad una società veicolo o mediante l’utilizzo di strumenti finanziari derivati. La società veicolo consolida le attività in pacchetti omogenei per natura e rischiosità delle attività cedute (tranche) e a fronte di essi emette dei titoli. Questi titoli (Asset-backed security) possono essere collocati presso il pubblico o presso investitori professionali. Dal momento della cessione gli attivi sono destinati esclusivamente alla realizzazione dei diritti e degli interessi dei portatori dei titoli. In Italia la materia è regolata principalmente dalla L. 30.4.1999, n. 130. Le emissioni che vengono collocate in Italia presso il pubblico devono obbligatoriamente avere un rating”. Gli strumenti finanziari derivati (di cui torneremo a parlare), sono un “nome genericamente utilizzato per definire i contratti finanziari il cui valore dipende (deriva) dal valore di una o più attività sottostanti. Possono essere quotati sui mercati regolamentati e quindi standardizzati oppure predisposti sulla base di specifiche esigenze del cliente con attività trattate sui mercati non organizzati (vedi mercati over the counter). Tra gli strumenti negoziati sui mercati regolamentati si ricordano i futures e le opzioni. Tra quelli scambiati sui mercati over-the-counter si ricordano gli swap e i contratti forward. Questi strumenti finanziari di norma vengono utilizzati per coprirsi dai rischi di oscillazioni dei prezzi dell’attività sottostante”. La discussa attività di rating, si riferisce al “simbolo letterale che esprime la valutazione, formulata da agenzie private specializzate, del merito di credito di un soggetto (di norma emittente strumenti finanziari) ovvero della probabilità che questi faccia fronte puntualmente al pagamento del debito. Viene reso di norma al momento della emissione del titolo, ma può subire successive modifiche nel corso della vita dei titoli (upgrade o downgrade). Il rating fornisce agli operatori finanziari un’informazione omogenea sul grado di rischio degli emittenti e riveste una grande importanza per gli investitori che non sono in grado di effettuare autonomamente l’analisi del rischio di credito. L’assegnazione di un rating agevola per gli emittenti il processo di fissazione del prezzo di emissione e della remunerazione dei titoli emessi. Per questi motivi, i soggetti che desiderano collocare titoli sui mercati finanziari internazionali sono indotti a richiedere una valutazione del loro merito di credito alle agenzie di rating. In alcuni casi, anche in relazione all’importanza del soggetto emittente, le agenzie possono assegnare d’iniziativa (senza richiesta da parte dell’emittente stesso) un rating che viene definito «implicito». Il massimo di affidabilità è espresso dal simbolo AAA (assenza di rischio); sotto tale livello sono previsti vari tipi di classificazioni. Le principali agenzie di rating, circa una decina, sono dislocate soprattutto negli Stati Uniti”. Infine, una definizione di cosa siano gli Asset-backed security la ritroviamo nel dizionario di economia del sito [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com). Prendendo le mosse dalla descrizione dell’attività bancaria tipica, la definizione chiarisce anche quello che in definitiva è stato il meccanismo di innesco della crisi dei mutui immobiliari

apprezza mediante una considerazione ed una rilevazione. Vietare il collegamento al valore di derivati del credito significava impedire che il valore della prestazione assicurata dipendesse dalla solvibilità del debitore dell'obbligazione cartolarizzata; la rilevazione è che la recente crisi è stata determinata proprio dall'insolvenza dei cittadini americani debitori dei mutui immobiliari. Tali obbligazioni erano state cartolarizzate e inserite in derivati acquistati in tutto il mondo<sup>165</sup>.

L'impostazione della norma positiva viene confermata nei regolamenti emanati in attuazione delle deleghe predisposte dal C.A.P.. Il Regolamento n. 29 del 16.03.2009<sup>166</sup>, con l' art. 6,

---

*americani: "L'essenza del mestiere bancario è quella di fare da intermediario. Le banche si fanno prestare soldi dai depositanti e li prestano a chi ne ha bisogno e si merita il credito. E lucrano sulla differenza fra gli interessi che pagano ai depositanti e quelli che pagano loro i prenditori di fondi. I soldi dei depositanti, insomma, sono la materia prima della produzione bancaria: per fare più prestiti ci vogliono più depositi. In verità le cose sono un po' più complicate, perché quando le banche fanno prestiti, anche quei soldi che danno via ritornano poi in tutto o in parte nei depositi del sistema bancario e diventano nuova materia prima per fare altri prestiti: è quello che si chiama il "moltiplicatore del credito". Ma c'è una maniera ancora più ingegnosa per moltiplicare le possibilità di far prestiti: i prestiti fatti in passato sono una attività della banca, che giace immobile nel bilancio, attendendo il rimborso da parte del prenditore di fondi. Ma la banca che non vuole attendere può prendere queste attività, "impacchettarle" in obbligazioni – appunto, le Abs, o "obbligazioni garantite da attività" – e venderle a fondi o a privati. Così rientra subito del capitale prestato, e può espandere la propria attività".*

<sup>165</sup> Si pensi alla notevole esposizione della Lehman Brothers, banca d'affari americana che era rimasta notevolmente esposta sul mercato immobiliare *subprime* e aveva emesso obbligazioni legate a tali passivi, "intossicando" migliaia di patrimoni che avevano deciso di investire nei suoi titoli. Se l'Italia ha accusato la crisi meno di altri paesi, lo si deve senza dubbio anche a norme come quella emana dall'Isvap.

<sup>166</sup> Intestato "Regolamento concernente le istruzioni applicative sulla classificazione dei rischi all'interno dei rami di assicurazione ai sensi dell'articolo 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209"-

*“assicurazione sulla vita con prestazioni collegate a fondi di investimento o indici azionari”, afferma che “sono ricompresi nel ramo vita III, se direttamente collegati a fondi di investimento ovvero a indici azionari o altri valori di riferimento, solo i contratti di assicurazione sulla durata della vita umana di cui al ramo I”;* segue il comma 2, *“i contratti di cui al comma 1 sono 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”.*

La presenza del rischio demografico è stata, quindi, fissata come il centro di gravità attorno a cui devono ruotare i contratti che si vogliono qualificare come assicurazioni sulla vita. Ricordiamo di aver definito tale rischio come *“la possibilità di scostamento tra le ipotesi di sopravvivenza e la sopravvivenza effettiva dell’assicurato”;* possibilità che viene calcolata con la tecnica attuariale in base a tavole statistiche di mortalità. L’assenza del vincolo a tale rischio comporta la collocazione del contratto nel ramo V, tra i contratti di capitalizzazione e ad affermarlo è l’art. 9, *“operazioni di capitalizzazione”:* *“Sono classificate nel ramo vita V le assicurazioni che prevedono prestazioni collegate al valore delle quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio, al valore di attivi contenuti in un fondo interno, ad un indice azionario o ad altro valore di riferimento, quando le condizioni contrattuali sono tali da rendere indipendente*

*l'erogazione delle singole prestazioni da eventi attinenti la vita umana ed è prevista una garanzia di rendimento minimo sulle somme versate".* Quale la natura, allora, di un contratto la cui prestazione sia slegata dal rischio demografico e non preveda garanzie minime? Non sarebbe riconducibile né al ramo III, né al ramo V e sfuggirebbe alle definizioni di CAP e TUF, rimanendo individuabile come un contratto di investimento atipico. Una polizza index-linked è un contratto di investimento quando non prevede un rendimento minimo, né l'integrale restituzione del capitale investito e in cui il valore della prestazione dell'assicuratore non è stato determinato e non risente del rischio demografico. A ben vedere, si fatica a ritrovare uno schema simile nella prassi del mercato italiano, ma *de jure condendo* si tratta dell'unica circostanza in cui si possa davvero parlare di index-linked come prodotti finanziari di investimento.

Un passo importante, quanto decisivo, che interessa la trattazione della natura giuridica delle polizze index-linked, è stato compiuto con il recente Regolamento n. 32 dell' 11 giugno 2009<sup>167</sup>, che ha abrogato anche la Circ. 332/D/98<sup>168</sup>. La novità centrale (come

---

<sup>167</sup> In intestazione: *"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"*.

<sup>168</sup> Il Regolamento definisce adesso il rischio di investimento tramite il rinvio al Regolamento Isvap n. 19 del 14 marzo 2008 - regolamento concernente il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione di cui al titolo iii (esercizio dell'attività assicurativa), capo vi (margine di solvibilità) e all'articolo 223 (misure di intervento a tutela della solvibilità prospettica dell'impresa di assicurazione) del



ricordato dall'Istituto nella relazione al regolamento), è stata la previsione che i titoli a copertura delle obbligazioni offerte non potevano più rappresentare l'entità di riferimento delle prestazioni, ma esclusivamente la copertura finanziaria della compagnia a fronte degli impegni contrattuali. Tale decisione, si legge, è stata presa sull'onda dei recenti default finanziari globali, nell'ottica di *“qualificare 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”*<sup>169</sup>.

Alla luce del percorso esposto, con il nuovo regolamento l'Istituto non ha fatto che confermare l'atteggiamento che fin

---

decreto legislativo 7 settembre 2005 n. 209 - codice delle assicurazioni private. L'art. 2 contiene le definizioni “ai fini del presente regolamento”, tra cui la lettera n) riporta la seguente articolata definizione di “rischio di investimento”: «n) *“rischio di investimento”: il rischio a carico dell'impresa, conseguente alla stipulazione di contratti inclusi nel ramo III di cui all'articolo 2, comma 1 del decreto, che comprende almeno uno dei seguenti profili di rischio: 1) rischio di “performance”, derivante dal rilascio al contraente di una garanzia minima di conservazione del capitale o di interesse: è il rischio che il valore degli attivi destinati a copertura delle riserve tecniche non sia tale da consentire la conservazione o la rivalutazione del capitale fino all'ammontare minimo garantito; 2) rischio di “base”, derivante dal rilascio al contraente di una garanzia di adeguamento del capitale in funzione del valore delle quote o degli attivi di un fondo ovvero in funzione dell'andamento di un indice azionario o di un altro valore di riferimento: è il rischio che gli attivi destinati a copertura, seppur gestiti nel rispetto delle disposizioni di legge e regolamentari, non consentano di replicare l'andamento del valore delle quote o degli attivi ovvero dell'indice azionario o del diverso valore di riferimento e quindi di far fronte alle prestazioni assicurate variabili in funzione di tale andamento; 3) rischio di “controparte”, connesso alla qualità dell'ente emittente o della controparte degli strumenti finanziari, inclusi quelli derivati, destinati a copertura delle riserve tecniche dei contratti di cui trattasi: è il rischio che l'ente emittente o la controparte non adempia ai propri obblighi contrattuali».*

<sup>169</sup> Relazione al regolamento n. 32/2009, 2.

dall'inizio aveva assunto nei confronti delle polizze index-linked, ossia la salvaguardia della specificità del settore assicurativo e del ramo vita in particolare.

Dopo l'ondata di euforia che aveva portato le imprese di assicurazione a diventare sempre meno produttori e sempre più distributori di servizi vieppiù estranei ai propri prodotti tipici; dopo la catena di fallimenti che hanno fatto crollare il mercato finanziario, investendo tutti gli attivi che sui derivati avevano costruito la propria redditività; dopo tutto si è ritenuto di aver oltrepassato un punto oltre il quale non era possibile proseguire e si è sentita la necessità di ricondurre dentro il recinto l'attività assicurativa, riassegnando alle assicurazioni il proprio ruolo caratteristico.

Si era visto<sup>170</sup> che la peculiarità delle assicurazioni index-linked era la possibilità per l'assicuratore di acquistare come attivi a copertura delle obbligazioni assunte nel contratto, gli stessi prodotti al valore dei quali era stato legato il valore delle obbligazioni stesse. Il Regolamento oblitera questa possibilità e, di conseguenza, esclude l'eventualità che il rischio di investimento sia trasferito (nemmeno in parte) all'assicurato: *"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"*<sup>171</sup>. Tale auspicio

---

<sup>170</sup> In Corinti e Cucinotta, *Le Polizze Index e Unit Linked in Italia*, Quaderni Isvap, 5, 1999.

<sup>171</sup> Relazione al Regolamento n.32 dell'11 giugno 2009.

sintetizza quanto dibattuto attorno alla natura giuridica delle polizze e lo infonde nell'articolato del regolamento: *“gli assicurati non potranno essere esposti al rischio di controparte di soggetti terzi all'impresa mentre assumeranno il rischio del negativo andamento dell'indice esterno, rischio che, peraltro, potrà essere neutralizzato, totalmente o parzialmente, qualora l'impresa decidesse di offrire una ulteriore garanzia di restituzione del capitale o di rendimento minimo. Inoltre, gli assicurati saranno indifferenti alle vicende legate alla corretta valorizzazione degli attivi detenuti dall'impresa a copertura delle polizze dal momento che il pricing di tali attivi non inciderà in alcun modo sulla determinazione delle somme a loro dovute in caso di decesso, di riscatto o a scadenza”*. Nel regolamento, il rischio demografico riacquista senza compromessi, il proprio ruolo centrale (artt. 9 e 10) e si esclude la possibilità di legami tra gli attivi posti a copertura degli impegni e gli strumenti al cui valore è legata la prestazione (artt. 4 e 5). In definitiva, le imprese potranno ancora acquistare strumenti finanziari a copertura degli impegni presi (con gli invariati limiti in materia di derivati della cartolarizzazione) e dovranno essere tali da consentire di replicare l'andamento del valore dello strumento preso a riferimento (principio del *close-matching*, che consente di disporre dei mezzi sufficienti a soddisfare l'obbligazione nella misura che momento per momento assume in relazione al variare del valore di riferimento), senza che possa acquistarsi lo stesso strumento: il profilo di rischio assunto con l'indicizzazione deve poter essere

replicato dall'impresa attraverso una gestione finanziaria che deve escludere investimenti in derivati (art. 6).

In conclusione, il nuovo intervento dell'Isvap, con il rinnovato riconoscimento della centralità del rischio demografico e i paletti posti al ricorso alla finanza derivata, è arrivato a ribadire i caratteri essenziali del prodotto assicurativo vita, spianando le asperità prodotte dai dibattiti che hanno animato la materia e di cui abbiamo anche qui dato conto. D'altronde *“chi scrive non ignora che, nella presente materia, ogni analisi riveste i caratteri della provvisorietà, come già rilevato argutamente dal Kirchmann secondo cui nel mondo del diritto la potenza del legislatore è talmente devastante da essere in grado, con una sola norma, di mandare al macero intere biblioteche (Kirchmann, “La mancanza di valore della giurisprudenza come scienza”, traduzione italiana a cura di Frezza, in Kirchmann e Wolff, “il valore scientifico della giurisprudenza”, Milano, 1964, p. 18)”*<sup>172</sup>.

Nonostante i progetti di estinzione dell'istituto (anche in vista della creazione di autorità che fondino le competenze degli istituti di vigilanza del settore finanziario, bancario e assicurativo)<sup>173</sup>, l'Isvap ha dimostrato, nella recente crisi finanziaria, di essere in

---

<sup>172</sup> La citazione è ripresa da Luberti, *Funzione finanziaria e previdenziale dei prodotti assicurativi: riflessi in ordine alla regolamentazione e alla vigilanza*, Diritto della banca e del mercato finanziario, 2008, 46.

<sup>173</sup> Per una riflessione sul tema, si rimanda a: Carriero, *“Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti”*, Società, 2009, 7, 813; Santagata, *La soppressione dell'Isvap nei progetti di riforma delle Autorità indipendenti*, Assicurazioni, 2007, I, 203; Giannini, *La governance del mercato assicurativo*, Resp.Civ.Prev., 2004, 28; Bin, *Autorità indipendenti: il caso dell'Isvap*, Riv.Trim.Dir.Proc.Civ., 1997, 329.

grado di dare il giusto valore al rischio, attuando le misure di prevenzione e reazione necessarie a fronteggiare rischi di default delle imprese e di perdite per gli assicurati (investitori o risparmiatori). Ciò che, invece, è mancato ai manager dei grossi gruppi bancari internazionali, come ammesso da Mr. Blankfein, presidente di Goldman Sachs: *“la verità è che tutti noi avevamo smesso da tempo di dare il giusto valore al rischio”*<sup>174</sup>: lo ha dimostrato il caso Lehman Brothers.

---

<sup>174</sup> Il Sole 24 Ore, 27 settembre 2007.



# CAPITOLO VI

## LA GIURISPRUDENZA

Le polizze di assicurazione index-linked sono emerse dall'anonimato degli ambienti specializzati, per balzare agli onori della cronaca in occasione del crack della Lehman Brothers<sup>175</sup>. Il fallimento ha determinato un effetto domino che ha coinvolto tutti quei contratti che erano stati confezionati con prodotti strutturati con obbligazioni dell'istituto statunitense<sup>176-177</sup>. La diretta

---

<sup>175</sup> Una delle banche più importanti degli Stati Uniti d'America. Dagli inizi nel mercato del cotone in Alabama, nel 1850, fino al passaggio all'emissione di titoli obbligazionari nel 1906 a New York insieme a Goldman Sachs, la Lehman Brothers ha rappresentato una delle realtà più solide del mercato finanziario, fino alla crisi dei mutui subprime nell'agosto del 2007; il 15 settembre 2008 la società ha chiesto la protezione in caso di bancarotta, garantita dal Chapter 11. Informazioni su quest'ultima fase si trovano sul sito della società, [www.lehman.com](http://www.lehman.com); per le informazioni storiche si rimanda a "Charles R. Geisst *The Last Partnerships*, McGraw-Hill, 1997.

<sup>176</sup> Un monitoraggio de "Il Sole 24 Ore" rilevava che all'indomani del *default* Lehman, in Italia esistevano circa 30 polizze indicizzate a sottostanti della banca americana e coinvolte erano le maggiori società del settore, da Axa a Zurich, da Bcc a Unicredit IlPezzatti e Sabbatini, [ilSole24Ore.com](http://ilSole24Ore.com), 16/09/2008.

<sup>177</sup> Quest'ultima, proprio in relazione all'emissione legata alla polizza "Maextra" sopra analizzata, il 16.09.2008 comunicava l'avvio della procedura di amministrazione controllata richiesto il 15 settembre precedente dalla Lehman Brothers e nel ricordare che i rischi erano a carico dei sottoscrittori, successivamente li rassicurava che sarebbero stati presi tutti i provvedimenti necessari a tutelare i loro investimenti ed infine comunicava di aver formalmente

conseguenza è stato il mancato pagamento di quelle polizze che avevano legato il proprio rendimento ai titoli c.d. “tossici”<sup>178</sup>, sottoscritte di solito da piccoli risparmiatori spinti da finalità previdenziali. Questo ha determinato un'ondata di sfiducia del mercato, come è stato confermato dai dati sulla raccolta dei premi vita nel 2009: mentre le assicurazioni tradizionali avevano visto significativi incrementi (+106,5% rispetto al 2008 nel ramo I e +58,9% nel ramo V, operazioni di capitalizzazione), il ramo III dei prodotti linked è stato colpito da un -47,6%<sup>179</sup>. Oltretutto, il mancato pagamento delle polizze e degli altri strumenti il cui rendimento era legato al rimborso di obbligazioni Lehman Brothers, ha generato un contenzioso potenzialmente in crescita mese dopo mese. Tra questi, si ritiene di far qui riferimento alle pronunce che possono dare un contributo sul dibattito circa la natura delle polizze in esame. Noteremo così che diverse osservazioni e ipotesi formulate nei precedenti capitoli, trovano conferme (e rilanci) nelle decisioni dei giudici di merito. Più incisivo potrà essere in futuro il contributo della giurisprudenza di legittimità, le cui pronunce in materia di

---

fatto richiesta di insinuazione al passivo, avvertendo che i tempi per la definizione del procedimento sarebbero stati piuttosto lunghi a causa della complessità del caso. Altri istituti hanno reagito diversamente, come vedremo a proposito della giurisprudenza sorta attorno al prodotto di Cnp Unicredit Vita ex Roma Vita Spa: il Progetto Performance 8 qui già esaminato (protagoniste in realtà sono state anche le precedenti emissioni, come la n. 5, 6 e 7)-

<sup>178</sup> l'istituto aveva cartolarizzato i suoi crediti derivanti da mutui *subprime*, “sotto primari”, ossia stipulanti con debitori dalla dubbia solvibilità: nel momento in cui questi non hanno pagato, i titoli hanno perso valore e così gli investimenti in prodotti strutturati che avevano incluso le obbligazioni della Lehman.

<sup>179</sup> Comunicato Stampa Isvap del 14 aprile 2010, su [www.isvap.it](http://www.isvap.it).



index linked sono di là da venire, data la giovinezza del contenzioso.

Le sentenze di seguito riportate si sono pronunciate sulla natura dei prodotti linked<sup>180</sup>; accanto ad esse si è voluto richiamare anche un'importante pronuncia del giudice di legittimità, più volte citata per il decisivo contributo apportato al dibattito sulla natura dell'assicurazione sulla vita. Sono state prese in considerazione anche pronunce emesse in materia di pubblicità ingannevole, per il contributo che da esse può venire nell'indagine della funzione economica attribuita dalle parti al contratto: un punto di non secondaria importanza, spesso prodromico ad ulteriori riflessioni sul meccanismo con cui si persegue la funzione stessa. Cominciamo, per tanto, con l'esame di queste ultime pronunce.

### *1. Le Autorità indipendenti.*

Tra i primi interventi, un'importante presa di posizione è stata presa da organi indipendenti, quali il Giurì della pubblicità in materia di applicazione del codice di autodisciplina (24 luglio 1998 n.239); e l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato a proposito di pubblicità ingannevole di un prodotto index-linked

---

<sup>180</sup> Tra queste alcune hanno riguardato anche polizze unit-linked: in tal caso il decusum ha interessato profili comuni alle index.

(Provvedimento n. 6894 dell'11 febbraio 1999)<sup>181</sup>. Come già rilevato in precedenza, non è secondario soffermarsi sull'aspetto delle modalità di offerta del prodotto index-linked, dato il rilievo che nell'indagine sulla causa assume la funzione economico individuale attribuita dalle parti al contratto.

Entrambe le autorità, nelle sedi di competenza, hanno affrontato il medesimo messaggio pubblicitario, relativo a una polizza che prometteva guadagni maggiori di quelli effettivamente realizzabili. L'*headline* in questione era il seguente: *"Helvetia Mib Lever vi garantisce alla scadenza il 40% in più della performance dell'indice Mib 30 + l'intero capitale investito"*. Nella fattispecie, si trattava di una assicurazione sulla vita mista, a termine fisso decennale e a premio unico, il cui rendimento era legato a una percentuale dell'incremento (performance) dell'indice Mib 30; il premio versato veniva investito in una obbligazione bilanciata, in parte costituita da "zero coupon bonds" e in parte da una opzione sul c.d. Mib 30<sup>182</sup>. L'ingannevolezza del messaggio veniva da entrambi gli organi giudicata presente nell'ambiguità dell'espressione "performance dell'indice", che il pubblico medio poteva ritenere collegata all'intervallo temporale tra la stipulazione e la scadenza della polizza; e invece faceva riferimento ad una

---

<sup>181</sup> Costa, *Pubblicità ingannevole e polizze index linked*, Dir.Ec.Ass., 2000, 901.

<sup>182</sup> L'indice costituito dai 30 titoli principali della borsa italiana (Milano Indice Borsa).

media aritmetica tra le variazioni periodicamente registrate durante il medesimo intervallo. Ciò rendeva impossibile, anche nella migliore delle ipotesi, che il prodotto rendesse il pubblicizzato “40% in più della performance dell’indice Mib 30” intesa come variazione nell’arco del decennio. Il Giurì invitava a considerare che *“l’annuncio si rivolge anche a persone (...) che sono interessate a investire in borsa, pur essendo restie a correre il rischio di perdere il capitale”* e che a nulla valeva la circostanza che la nota informativa fosse poi sufficientemente chiara sul punto, poiché ad essere tutelata in quella sede dall’art. 27 del codice di autodisciplina era la possibilità per *“i destinatari del messaggio, anche se privi di specifica preparazione, di assumere consapevoli scelte di impiego delle loro risorse”*, poiché già il primo contatto del messaggio pubblicitario era idoneo a influenzare le successive determinazioni del consumatore, anche solo per l’effetto di agganciamento dello stesso e di deviazione del flusso della domanda dagli operatori concorrenti, i cui messaggi non vengono presi oltre in considerazione.

La posizione della difesa dell’impresa pubblicizzata, tuttavia, ci riporta a considerazioni immediatamente giuridiche: la circostanza - affermava la difesa - che successivamente fosse stata consegnata ai consumatori interessati una nota informativa esplicita e dettagliata, impediva di configurare l’induzione in errore che avrebbe legittimato l’annullamento del contratto. Nonostante le decisioni

dell’Autorità Garante della Concorrenza fossero già state elette al rango di “*elemento indiziario idoneo a far presumere l’induzione in errore del consumatore*”<sup>183</sup>, la circostanza della consegna di una chiara ed esauriente nota informativa successivamente alla diffusione del messaggio pubblicitario ingannevole esclude il nesso di causalità tra questo e la determinazione a contrarre del consumatore; é tantomeno varrebbe a provare la permanenza della falsa rappresentazione della realtà al momento della sottoscrizione della polizza<sup>184</sup>. Ecco allora che, da un lato, queste pronunce, oltre ad accendere un faro sulla complessità del meccanismo contrattuale, mettono in risalto le funzioni che i consumatori mediamente attribuiscono alle polizze linked: funzione previdenziale e desiderio di sfruttamento delle opportunità di incrementi del mercato finanziario.

Da ultimo, in materia, il 26 maggio 2010 l’Isvap ha emanato il regolamento n. 25 contenente la disciplina degli obblighi di informazione e della pubblicità dei prodotti assicurativi, anche in attuazione dell’art. 182 del Codice delle Assicurazioni: nel comparto vita, la novità più importante è l’obbligo per l’impresa di inserire nella Nota Informativa notizie sulla propria situazione patrimoniale, compreso l’indice di solvibilità<sup>185</sup>. Tale attenzione da parte

---

<sup>183</sup> Pret. Bologna, 8 aprile, in Foro It., 1997, I, 3064.

<sup>184</sup> Costa, *cit.*, 901.

<sup>185</sup> Norma utile, soprattutto oggi: prima del Regolamento n. 32/2009, il problema nelle polizze non garantite, risiedeva piuttosto nella solvibilità

dell'organo di vigilanza, denota l'atteggiamento protettivo che viene applicato nel normare anche questo settore del diritto delle assicurazioni. Il ch  ci rimanda alle considerazioni svolte nel capitolo sul prodotto finanziario e che riprenderemo pi  avanti, dopo aver affrontato anche l'esame della normativa secondaria.

## *2. Giurisprudenza di merito: le prime pronunce.*

Dopo poco tempo,   un tribunale a pronunciarsi nel merito in materia di polizze linked. Il Tribunale di Bologna<sup>186</sup>, anticipando quello che, qualche anno dopo, sarebbe stato l'orientamento seguito dal giudice di legittimit  e allineandosi a quanto anticipato dalla dottrina prevalente, afferm  la natura sostanzialmente assicurativa delle polizze index-linked, nonostante la forte presenza di una componente finanziaria. Fino a quando l'obbligazione dell'assicuratore rimaneva ancorata al rischio demografico, i collegamenti a strumenti finanziari non alteravano la causa di previdenza che caratterizzava il contratto. La finalit  di mero risparmio avrebbe prevalso su quella assicurativa solo nel momento in cui l'assicurato avesse esercitato la facolt  di riscatto: poich  optando per il riscatto anticipato si rinuncia a perseguire la finalit 

---

dell'emittente il titolo strutturato al cui valore era legata la prestazione dell'assicuratore. Oggi, invece, il prodotto derivato pu  essere usato solo a copertura dell'impegno dell'assicuratore, che rimane il primo responsabile-

<sup>186</sup> Trib. Bologna 12.01.2001 e 23.05.2001, in *Assicurazioni*, 2002, II, p.165, con nota di Rossetti.

di previdenza che sarebbe garantita dalla fisiologica estinzione del rapporto<sup>187</sup>.

Giova richiamare la fattispecie oggetto del *decisum* per trarne ulteriori spunti. Poco prima di morire, un padre aveva stipulato una polizza index-linked sulla propria vita con clausola di riscatto, a vantaggio di uno solo degli eredi. Dopo la morte del *de cuius*, l'altro erede aveva impugnato tale atto, affermando che si trattasse di una donazione dissimulata e chiedendo il sequestro del denaro e la dichiarazione della diversa natura di un contratto che a suo dire costituiva più un'operazione atipica di capitalizzazione, che un vero contratto di assicurazione. Ritroviamo qui, allora, tutte le dinamiche che animano il dibattito attorno all'introduzione di un contratto atipico, laddove principalmente questo si scontra con il giudizio di meritevolezza cui è chiamato il giudice dall'art. 1322 c.c.. La prima obiezione che viene mossa, infatti, è che la nuova figura negoziale venga utilizzata per fini diversi da quelli tipici del contratto che essa tende a mimare. Come già avvenuto<sup>188</sup>, anche in questa fattispecie e per la polizza index-linked, si è invocata la violazione del divieto dei patti successori. Per risolvere la questione è necessario innanzitutto prendere atto che il semplice schema di una polizza linked non può essere considerato sic et simpliciter in tutto simile a quello di una

---

<sup>187</sup> Vedi Cass. n. 8676/2000, citata in Rossetti, *supra*, su cui vedi anche ampiamente *infra*.

<sup>188</sup> Si pensi, tra gli altri, al contratto di *sale and lease-back*.

tipica assicurazione sulla vita. Come già osservato, in base alle diverse clausole che accompagnano quella di collegamento, il contratto può diventare più o meno assicurativo o più o meno finanziario, arrivando finanche a perdere del tutto la connotazione assicurativa. Accettando allora l'eventualità di un suo uso distorto, il giudice di merito ha concluso che la polizza index-linked poteva ben essere usata per perseguire diverse finalità (capitalizzazione, finanziamento, ecc.) e ciò in base al contenuto che le viene dato. L'indagine sulla qualificazione dovrebbe essere, quindi, condotta caso per caso, muovendo dall'effettiva volontà delle parti e non dalla mera qualificazione formale impressa all'accordo<sup>189</sup>.

Sul valore delle intenzioni della parte, torna sette anni dopo il Tribunale di Trani. La sentenza dell'11 marzo 2008<sup>190</sup> si pronunciò su una vicenda che aveva ad oggetto una polizza unit linked<sup>191</sup> emessa da una società assicuratrice (la Cattolica Assicuratrice s.c. a r.l.) e distribuita da una banca (Banca Popolare di Bari s.c. a r.l.), con la quale erano state acquistate quote di un fondo che aveva investito in titoli azionari ad alto rischio (gestiti dalla GESTIELLE Asset

---

<sup>189</sup> Rossetti, *cit.*, 173. L'A. cita anche Cass. 28 luglio 2000 n. 9944, la quale tuttavia dispone che la qualificazione giuridica deve essere "effettuata sulla base di quanto disposto dalla legge e, quindi, in termini rigorosamente obiettivi e del tutto distaccati dalla volontà privata", così apparentemente richiamando all'obiettività dello schema, piuttosto che alle intenzioni delle parti. Sul punto ci si è già pronunciati in sede di esame della prassi contrattuale, v. supra, Cap. II.

<sup>190</sup> In Fabiano, *Natura giuridica e disciplina delle polizze unit linked prima e dopo la riforma del t.u.f.*, Nuova Giur.Civ.Comm., 2009, I, 130.

<sup>191</sup> In cui, quindi, la remunerazione del capitale versato è legata al rendimento delle quote di fondi di investimento acquistate con il medesimo. Nonostante ciò, la conclusione ben si attaglia anche alla fattispece index-linked.

Management S.p.a.). Materia del contendere era la responsabilità della banca nella fase precontrattuale, durante la quale si assumeva fosse stata data un'informazione lacunosa alla risparmiatrice, per nulla propensa al rischio e desiderosa soltanto di ottenere la migliore rendita dal proprio investimento. Ciò che non era avvenuto, a causa dell'ingente perdita (Euro 91.328,00 di 258.228,45 investiti). Tuttavia non è sul versante della pur interessante e fondamentale responsabilità dell'intermediario finanziario<sup>192</sup> che si vuole muovere l'indagine, quanto sull'esame della struttura contrattuale che il Tribunale di Trani ha preliminarmente condotto per stabilire l'applicabilità del TUF e del Reg. CONSOB n. 11522/1998<sup>193</sup>. Tale esame, tra i primi condotti dalla giurisprudenza, concludeva per una definizione già espressa nel corso di questa trattazione, ma quasi inedita nel panorama giurisprudenziale: le polizze (unit) linked non sono assicurazioni, bensì prodotti finanziari, ogniqualvolta il rischio di investimento sia totalmente trasferito dall'assicuratore all'assicurato, senza alcuna garanzia e senza una preliminare determinabilità della prestazione dell'assicuratore.

---

<sup>192</sup> Che il Trib. dice essere più di un mero esecutore dell'incarico ad acquistare; egli è altresì obbligato a tenere una condotta articolata per fornire informazioni corrette e idonee ad assicurare che l'investimento sia adeguato alle caratteristiche del cliente, rendendolo cosciente di ogni rischio. Un rapporto di fiducia riconducibile al mandato, che richiede pertanto all'intermediario, quale soggetto professionalmente qualificato, la diligenza del buon padre di famiglia ex art. 1710 c.c..

<sup>193</sup> Oggi abrogato dal nuovo Regolamento Intermediari approvato con delibera Consob n. 16190 del 29.10.2007.



Il trasferimento del rischio di investimento rimane centrale anche nelle altre sentenze che si occupano di polizze linked. Poniamo prima attenzione, però, ad un altro elemento che ritornerà nel nostro esame, ossia la causa previdenziale dell'assicurazione sulla vita, espressa dalla sentenza della Cassazione a Sezioni Unite n.8271 del 31 marzo 2008.

### *3. Le Sezioni Unite sulla causa dell'assicurazione sulla vita.*

Ancorchè non espressa in materia di polizze index-linked, la pronuncia di legittimità si esprime su un elemento fondamentale nella trattazione che ci occupa. Con la pronuncia a Sezioni Unite n.8271 del 31 marzo 2008<sup>194</sup>, la Suprema Corte è intervenuta, infatti, sulla questione della causa del contratto di assicurazione sulla vita, riconducendola alla costituzionalmente protetta causa previdenziale<sup>195</sup>.

Nel ragionamento del tutto piano condotto dal collegio, si tiene conto delle peculiarità dei nuovi strumenti, dettati dalla difficile congiuntura economica; la quale altresì spinge a considerare ancor più essenziale la tutela dei contratti di assicurazione sulla vita, eretti a "terzo pilastro" della previdenza, in un momento di particolare

---

<sup>194</sup> Foro It.,2008,f.1,p.1434, con note di Ferrari, *La funzione previdenziale fra diritto pubblico e diritto privato*, p. 1434; e La Rocca, *Le sezioni unite e la 'dimensione evolutivamente assunta... dell'assicurazione sulla vita*.

<sup>195</sup> Il giudice di legittimità si era già espresso in tal senso con la sentenza n. 8676 del 26 giugno 2000, parlando di risparmio finalizzato alla previdenza.

sofferenza dello stato sociale. Le assicurazioni sulla vita svolgono così la funzione di soddisfare bisogni principalmente *“legati ai bisogni dell’età post lavorativa o derivante dall’evento morte di colui che percepisce reddito dei quali anche altri si avvalga”*. Le Sezioni Unite erano state investite della controversa questione circa la legittimazione del curatore fallimentare ad agire nei confronti dell’assicuratore per ottenere il valore di riscatto della polizza sulla vita stipulata dal fallito: con forza, quindi, è stata negata tale legittimazione, sulla scorta delle suesposte considerazioni. Una funzione previdenziale<sup>196</sup> tutelata nel codice civile del 1942, già prima dell’art.38 (e 47) Cost., il quale ha rappresentato la cerniera tra tutela pubblicistica e tutela privatistica<sup>197</sup>. Questo nonostante risalente e autorevole dottrina ritenga la funzione previdenziale del contratto una mera intenzione giuridicamente irrilevante<sup>198-199</sup>.

Ad ogni modo, la sentenza ha affrontato così *“una difficoltà che, malgrado la sua importanza, non sembra adeguatamente avvertita dalla*

---

<sup>196</sup> Ricorda Ferrari, vedi *supra*.

<sup>197</sup> *A latere* rimane interessante la considerazione dell’A. sulla maggiore rilevanza data alla tutela privatistica, dopo C.Cost. 4 dicembre 2002 n.506.

<sup>198</sup> Vivante, *“Del contratto di assicurazione”*, Torino, 1936, p.365.

<sup>199</sup> La causa previdenziale delle assicurazioni sulla vita è stata riconosciuta oltre che dalla giurisprudenza della Corte di cassazione, anche e prima dalla legge. Il D.lgs. 47/2000 la quale (modificando il D.Lgs124/1993 *“Disciplina delle forme pensionistiche complementari”* e il DPR 916/87 *“Testo unico delle imposte sui redditi”*) ha sancito la causa previdenziale delle polizze di assicurazione sulla vita. Ciò a determinate condizioni di garanzia, che comportano *“di fatto, una netta separazione nelle stesse polizze vita: da una parte i prodotti assicurativo-previdenziali sottoposti al regime fiscale agevolato, previsto dal D.Lgs n.47/2000; dall’altra contratti di assicurazione del ramo vita di natura finanziaria, i quali non possono accedere alle agevolazioni tributarie del predetto decreto, ove «consentano il riscatto della rendita successivamente all’inizio dell’erogazione»* (Tardivo, *Polizze unit linked e index linked: la causa del contratto*, Riv.Amm.Rep.It. 2002, f.1-2, 2, 12).

*giurisprudenza recente delle sezioni unite (...) la difficoltà di conciliare disposizioni, categorie e concetti fatti propri dal codice civile, con l'attuale contesto economico-sociale"* che questa sentenza ha evocato<sup>200</sup>. Nonostante l'autorevole voce della Corte di cassazione intervenga su un punto ancora oggi assai dibattuto (come la causa dei contratti di assicurazione sulla vita), ciò sembra più la risposta a un vecchio problema di fronte a una nuova domanda: quale sia la linea di confine tra prodotto assicurativo e prodotto finanziario.

Alla sentenza S.U. n. 8271/2008 è stato rimproverato di non tener conto della vastità e complessità delle fattispecie che a tutt'oggi si agitano sotto l'ombrello sempre più stretto della definizione "assicurazione sulla vita". E dopo quanto in precedenza esposto, una tale osservazione non può essere qui biasimata. Seppur comprensibile, come già osservato, la Corte sembra preferibile lasciare aperti certi interrogativi per consentire una maggior libertà di manovra all'interprete, anche se "*soprattutto in un periodo di grandi e repentini rivolgimenti, ricucire la distanza che separa la norma scritta, statica per definizione, da una realtà economica in turbinoso divenire non è uno dei compiti dell'interprete, ma il compito dell'interprete*"<sup>201</sup>.

Nonostante i profili criticati, la sentenza n. 8271/2008 viene già

---

<sup>200</sup> La Rocca, *cit.*, v. *supra*.

<sup>201</sup> La Rocca, *cit.*, v. *supra*.

citata quale conferma della causa previdenziale<sup>202</sup>. Una causa capace di garantire l'inderogabilità della connessa protezione normativa dei diritti degli assicurati, descritta dall'art. 1923 c.c. nella impignorabilità e insequestrabilità dei premi. In un parere pro-veritate di recente pubblicazione<sup>203</sup> questo elemento è considerato quale grimaldello atto a smontare la struttura contrattuale elaborata dall'impresa assicurativa, per mettere infine a nudo le responsabilità di questa e della banca che aveva collocato il prodotto in qualità di intermediaria<sup>204</sup>.

#### ***4. Tribunale di Salerno e le altre sentenze di merito.***

Un passo avanti dentro il meccanismo del contratto viene fatto dal Tribunale di Salerno, con la sentenza del 7 luglio 2009<sup>205</sup>:

---

<sup>202</sup> Salanitro, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2009, I, 491.

<sup>203</sup> Salanitro, *op.cit.*

<sup>204</sup> Del caso discusso, risulta interessante sottolineare una caratteristica: il valore preso a riferimento nel caso concreto non era stato quello di un paniere di indici (usato invece per la determinazione delle cedole annuali), bensì il valore di un singolo titolo, un'obbligazione Lehman Brothers (ancorché strutturata). Di modo che nulla più discriminava il semplice obbligazionista da chi aveva sottoscritto una polizza assicurativa: "equivalenza inammissibile" per l'A. Tale non era, in definitiva, il contratto sottoscritto, nonostante la denominazione (indexvita) e l'articolato meccanismo che di una polizza assicurativa mimava solo i contorni. Tanto più che "anche se non si ritiene inderogabile la garanzia assicurativa, essa tuttavia costituisce, quanto meno, un effetto naturale del contratto di assicurazione sulla vita. Proprio in funzione della ribadita natura previdenziale, l'obbligo di rimborsare il capitale e gli accessori deve ritenersi implicito e quindi non escluso dalla semplice assenza di una sua menzione nella lettera dell'accordo" (Salanitro, *cit.*, p.496)-

<sup>205</sup> Scarpa, *Natura della polizza finanziaria index linked e tutela dell'assicurato*, Contratti, 2010, 6, 544.

l'impostazione assunta dal giudice campano lascerà il segno sulle successive pronunce delle corti lombarde di Busto Arsizio e Milano.

Decidendo in via preliminare sul rito applicabile, il Tribunale svolge la seguente considerazione: le polizze "finanziarie", a differenza di quelle ordinarie, non si basano su principi statistici di mutualizzazione dei rischi (per cui più polizze l'impresa sottoscrive, più viene spalmato il rischio per l'impresa, fin quasi all'annullamento); ma appartengono ad un'emissione di strumenti finanziari (le obbligazioni strutturate) che deve necessariamente essere a numero chiuso, poiché diversamente per l'impresa di assicurazione si moltiplicherebbe un rischio (legato all'andamento dell'indice), che qui è sempre uguale per ciascuna polizza. Infatti, nel caso di polizze garantite, l'impegno dell'assicuratore è di garantire il rimborso di un certo capitale, a prescindere dall'andamento dell'indice. In caso di performance negativa (e quindi di incapacità dell'attivo acquistato dall'assicuratore di ottenere una rendita sufficiente a far fronte a tutte le garanzie assunte), il rischio sarebbe uguale e avrebbe la stessa misura per tutti i contratti garantiti<sup>206</sup>. Il rischio di dover pagare il capitale non

---

<sup>206</sup> Perché l'assicuratore si sarebbe impegnato nella stessa misura verso tutti gli assicurati: in caso di andamento negativo, l'esborso per l'assicurazione è pari alla differenza negativa tra il valore del premio e il valore dell'indice, ma moltiplicato per il numero dei sottoscrittori. Diversamente, nelle polizze tradizionali, l'assicuratore sa che è statisticamente impossibile che tutti gli assicurati (ad esempio) muoiano nello stesso istante e quindi non dovrà mai rimborsare il capitale promesso a tutti gli assicurati nello stesso momento. Ciò che invece accade in questa fattispecie.

sarebbe inversamente proporzionale al numero di contratti stipulati<sup>207</sup>; bensì, il rischio è legato a un evento (andamento negativo dell'indice) che interesserà immediatamente e contemporaneamente tutti i sottoscrittori delle polizze legate all'emissione. Ciò comporta la limitazione delle sottoscrizioni ammesse per ciascuna emissione di strumenti finanziari. In realtà, il ragionamento finanziario può essere capovolto, nel senso che ciascuna emissione ha un prezzo complessivo e, pertanto, per la sottoscrizione è necessario raccogliere un numero di partecipanti tali da poter coprire "almeno" la cifra. Tanto che vi è una data limite per l'adesione e solo in caso di raggiungimento della somma necessaria in tale data, si procede al perfezionamento della polizza assicurativa, che sarà efficace dalla data di effettiva emissione dei titoli.

Un altro punto su cui è necessario fare chiarezza è il tipo di rischio e di assunto che caratterizzerebbe il contratto assicurativo-finanziario. Nella sentenza non è sufficientemente chiaro che il rischio che tradizionalmente connota le assicurazioni sulla vita è il rischio demografico; mentre il rischio di cui si parla nella pronuncia, a proposito di cattivo andamento dell'indice, è il rischio di investimento<sup>208</sup>.

---

<sup>207</sup> in base alla tecnica attuariale, con la massa dei premi raccolti, si coprono i singoli e statisticamente occasionali eventi demografici - vita o morte - cui è legata la garanzia.

<sup>208</sup> Il rischio demografico è quello che caratterizza il contratto di assicurazione sulla vita: se si verifica l'evento assicurato - vita o morte - l'imprenditore è

In questo senso, allora, si deve inquadrare la valutazione del diverso peso del rischio, come riferita al rischio finanziario e non demografico<sup>209</sup>. Il valore della pronuncia, nonostante tutto, è dato dal passo ulteriore che viene compiuto nell'analisi, che ha inteso mettere in discussione l'esistenza dei tratti tipici dell'una o dell'altra componente che fino allora quasi tralaticciamente si accettavano come compresenti. Si prende atto, in definitiva, che in questi contratti si assiste ad un totale rovesciamento delle posizioni contrattuali tradizionalmente assunte da assicuratore e assicurato nelle polizze vita. Una pronuncia pionieristica, se si vuole, che (come anticipato) ha aperto la strada a successive sentenze che da essa sono state ispirate.

Il Tribunale di Busto Arsizio, con la sentenza del 20 novembre

---

costretto a pagare quanto pattuito, con un sacrificio che dipenderà dallo scostamento tra il momento (statisticamente) previsto e quello di effettiva realizzazione. Più contratti ha stipulato per la copertura dell'evento, meno sarà gravoso l'esborso: poiché i calcoli attuariali hanno consentito di calcolare l'ammontare del premio nella misura sufficiente a garantire la provvista dell'impresa. Ma nelle polizze finanziarie, non si guarda più all'evento demografico (pur sempre presente, almeno dal punto di vista formale), ma all'evento condizionante la determinazione del capitale da corrispondere. Si tratta, però, del rischio finanziario, che nelle polizze garantite rimane, come tipico, in capo all'assicuratore.

<sup>209</sup> La Corte stabilisce che, anche ai fini del rito applicabile, *"sussistono comunque tutti i criteri tipici per l'identificazione di uno strumento finanziario"*: ma abbiamo visto - Capitolo III - che nel documento di consultazione del 23 febbraio 2007, la Consob ricordava che nella Comunicazione n. DI/99061789 del 13 agosto 1999, *"si è riconosciuto che prodotti finanziari assicurativi, pur collegati a fondi interni all'impresa di assicurazione, investiti in strumenti finanziari, dal cui valore dipendono le prestazioni in favore dell'assicurato, non rientravano (e non rientrano) nella definizione di "strumenti finanziari", fornita dal Tuf (art. 1, comma 2)"*. Lo si prenda quale ennesima conferma del problema sistematico della definizione dei concetti.

2009<sup>210</sup>, veniva chiamato a pronunciarsi sull'applicabilità di alcune norme del T.U.F. e preliminarmente in materia di applicabilità del rito societario. Su questo punto la Corte riteneva che le polizze index-linked erano dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione e come tali soggetti alla disciplina del TUF (a seguito delle modifiche del 2006), con la conseguente applicabilità del rito ex art.1 lett.d), d.lgs. 7 gennaio 2003 n.5<sup>211</sup>. Nel merito, il giudice teneva in considerazione la pronuncia delle sezioni unite del 2008 sulla causa di previdenza, ma riteneva che quest'ultima era una componente minoritaria nella polizza in contesa<sup>212</sup>. Argomentava la Corte che, nonostante la natura giuridica di tipo assicurativo e la conseguente applicabilità delle norme tipiche di tali contratti (impignorabilità, inesquestrabilità, ecc.), tuttavia *“l'imprinting”* (sic) era *“la connotazione finanziaria”*, poiché *“le polizze di cui trattasi si caratterizzano per un elemento di rischio (l'andamento dell'indice) che è lo stesso per ogni polizza, per la rivalutazione del capitale in base a indici azionari, titoli guida o composizioni miste”*, in ciò replicando quanto sul punto già osservato pochi mesi prima da Trib. Salerno 7 luglio

---

<sup>210</sup> Trib.Busto Arsizio 20 novembre 2009, in Parrella, *“La ripartizione del rischio finanziario nelle polizze index linked: un caso Lehman Brothers”*, Società, 2001, 4, p.455; insieme a Trib. Milano 12 febbraio 2010 è annotata anche da Riva in Assicurazioni, 2010,2, 378; e Bechi e Palmieri, *“Polizze index linked e tutela (individuale e collettiva) dei sottoscrittori”*, in F.It., 2010, 5, 1644.

<sup>211</sup> Medesima conclusione raggiunta anche da Trib.Salerno, *cit.*

<sup>212</sup> Si trattava di una index-linked pura, ossia senza previsione di alcun tipo di garanzia.



2009<sup>213</sup>. Si è osservato<sup>214</sup>, in merito alla funzione previdenziale, che il legislatore pare aver riconosciuto una graduabilità della stessa all'interno delle polizze index linked: dove questa è minore, il contratto scivolerebbe sotto la disciplina del TUF e la vigilanza Consob; diversamente, sarebbe sottoposto alla vigilanza Covip, sotto la disciplina del D.Lgs 5 dicembre 2005, n.252 in materia di previdenza complementare. Altresì, la traslazione del rischio di investimento sull'assicurato sarebbe inerente alla causa stessa delle polizze index linked; e tuttavia tale osservazione non può essere sottoscritta, poiché la sopportazione di un rischio tipico dell'assicuratore, rappresenta tutt'al più una conseguenza del meccanismo finanziario scelto dall'assicurato per ottenere lo scopo previdenziale (questo, sì, elemento causale)<sup>215</sup>.

Il Tribunale di Verona, con sentenza del 23 settembre 2009<sup>216</sup>, ancora in materia di polizze unit-linked, riprende la traccia del Tribunale di Busto Arsizio, sulle orme del Tribunale di Salerno. Con riferimento al meccanismo del collegamento, il giudice scaligero sottolinea che *"laddove la compagnia di assicurazione percepisce il premio senza far fronte ad alcuna alea, si è in presenza di un genere di contratti dalla causa mista, con prevalenza di quella finanziaria, ove la veste della*

---

<sup>213</sup> E pertanto si possono muovere le medesime obiezioni in materia del rischio rilevante ai fini della qualificazione del contratto, vedi *supra*.

<sup>214</sup> Vedi Parrella, *cit.*

<sup>215</sup> Per la definizione dei diversi tipi di rischio in campo assicurativo, si rimanda alla Circolare Isvap n. 332/D del 25 maggio 1998.

<sup>216</sup> Trib.Verona, 23 settembre 2009, su [www.IlCaso.it](http://www.IlCaso.it).

*polizza vita ha il solo scopo di individuare i momenti in cui l'assicuratore dovrà effettuare la prestazione alla quale è obbligato".* Da ciò si faceva derivare, in sentenza, l'applicabilità del D.Lgs. 58/1998 (T.U.F.), già prima delle modifiche introdotte dal D.Lgs. n. 303/2006. In questa pronuncia si torna a parlare di causa mista con la naturalezza di un rilievo obiettivo e tanto conferma quanto già affermato nel dibattito dottrinario; in secondo luogo e con riferimento alle suesposte considerazioni, il giudice sottolinea che l'evento vita nelle nuove polizze linked non è più l'elemento aleatorio condizionante la misura della prestazione, ma è ridotto a mero termine di adempimento: l'evento aleatorio è il valore assunto dall'indice a tale termine. In questo forse chiarisce il percorso argomentativo sopra criticato al giudice campano. Chiaro che, a dover considerare obliterato il rischio demografico, con il solo rischio di investimento si sembrerebbe autorizzati a dichiarare escluso ogni elemento capace di condurre l'accordo nell'alveo del contratto di assicurazione.

Successivamente, Il Tribunale di Milano, con ordinanza del 21 dicembre 2009 della Sez.VI<sup>217</sup>, si sofferma sulla responsabilità precontrattuale dell'emittente in un altro caso legato ad emissioni da parte della Lehman Brothers<sup>218</sup>, per ribadire l'importanza del

---

<sup>217</sup> In Foro It., 5, 2010, I, 1626, con nota di Bechi e Palmieri; e in Obbl.Cont., 2010, 8-9, p. 577 con nota di Greco.

<sup>218</sup> Si tratta della polizza analizzata in precedenza, "Progetto Performance" - qui nell'emissione n.5 - emessa da Roma Vita Spa, diventata poi CNP Unicredit Spa: in

trasferimento del rischio di investimento. Pur senza approfondire il problema della causa delle polizze index linked<sup>219</sup>, riteneva che qualora il rischio di controparte venga trasferito all'assicurato<sup>220</sup>, *“si dovrebbe giungere alla conclusione che i contratti hanno un contenuto speculativo, meramente finanziario, in contrasto con la causa giuridica del contratto di assicurazione vita che è incompatibile con l'esposizione ad un puro rischio finanziario del capitale investito”*<sup>221</sup>.

---

particolare siamo nel secondo grado del giudizio promosso di fronte al Tribunale di Busto Arsizio. L'assicuratore, in presenza del rischio di default dell'emittente i titoli indicizzati Lehman Brothers, aveva con apposite comunicazioni invitato i sottoscrittori delle polizze collegate a convertire i propri contratti a scelta tra due nuove formule, prospettando il rischio di forti perdite cui sarebbero incorsi nell'eventualità del fallimento dell'emittente: ciò perché da contratto, si affermava, il rischio di controparte era a loro carico. La sentenza rileva l'assenza di una clausola che avesse previsto il trasferimento del rischio di performance, facendone discendere la mala fede dell'assicuratore nell'aver indotto i contraenti a sottoscrivere altri contratti nei quali questo (l'assicuratore) non sarebbe stato esposto al rischio di controparte; al quale invece era soggetto in base ai contratti stipulati per primi-

<sup>219</sup> La Corte, che si pronunciava in sede di inibitoria proposta da un'associazione di consumatori, ha ritenuto di non dover approfondire nel merito la natura dei contratti, pur ritenendo necessario ai fini della decisione esprimere alcune considerazioni in sede di interpretazione-

<sup>220</sup> La clausola interpretata recitava *“le prestazioni previste contrattualmente sono collegate al titolo obbligazionario in Euro Lehman Brothers... la società ha selezionato un titolo di adeguata sicurezza e negoziabilità considerato che, in caso di inadempimento da parte dell'Emittente di tali attività finanziarie, eventuali effetti secondari pregiudizievoli sono in capo al contraente”*. La società che aveva proposto la sottoscrizione delle polizze ne traeva argomento per dimostrare di aver espresso in sede contrattuale la circostanza che si trasferiva il rischio di performance: non si comprende, allora, perché nel testo si affermi che il trasferimento del rischio è prova di *“aver selezionato un titolo di adeguata sicurezza e negoziabilità”*. Probabilmente, si faceva riferimento al contraente controparte della società assicuratrice che avrebbe sottoscritto gli strumenti Lehman Brothers.

<sup>221</sup> Opinione confermata nel commento di Greco, *cit.*

## 5. I provvedimenti nel 2010

Pochi mesi più tardi, sempre il giudice del capoluogo lombardo, ritorna sulla materia con pronuncia della Sez. XII del 12 febbraio 2010<sup>222</sup>. Questa volta, la clausola con cui l'assicuratore trasferisce il rischio finanziario in capo all'assicurato viene analizzata sotto il profilo della sua vessatorietà. Il Tribunale ha ritenuto che la clausola con cui si trasferiva il rischio di investimento in capo all'assicurato, era una clausola di limitazione della responsabilità (e non un elemento causale del contratto) e, pertanto, andava considerata affetta da nullità, perché non espressamente approvata. Quanto alla natura del contratto, il Tribunale si è qui limitato ad un'affermazione generale, non priva di interesse, ribadendo che il contratto di assicurazione sulla vita *"...si caratterizza per la certezza della prestazione dell'assicurazione, che si assume il rischio demografico e quello finanziario, oltre che per la funzione di garanzia del risparmio e previdenziale per il contraente che abbia a contrarlo..."*. Viene cristallizzata una precisa visione degli elementi del contratto, che può essere riformulata nei seguenti termini: la sicurezza di un risparmio da destinare a finalità previdenziali è minacciata dal rischio demografico e di investimento e la funzione dell'assicurazione sulla vita è quella di trasferire questo rischio in

---

<sup>222</sup> Guffanti, *Le limitazioni di responsabilità nei contratti assicurativo-finanziari*, Le Società, 2010, 8, 971.

capo all'assicuratore<sup>223</sup>. In ogni caso, un accordo come quello su cui era chiamato a giudicare, rappresenta un ribaltamento delle tradizionali posizioni contrattuali dell'assicurazione sulla vita. Accanto a questa, peculiare è l'ulteriore osservazione della Corte: in questo accordo, l'assicuratore si cura di scegliere lo strumento in cui investire, senza però assumersi la responsabilità della scelta medesima, qualora questa si riveli infruttuosa o addirittura dannosa.

Il 21 maggio 2010 il Tribunale di Cassino<sup>224</sup> concede la provvisoria esecutività ad un decreto ingiuntivo emesso nei confronti della CNP Unicredit Vita Spa<sup>225</sup>, argomentando che *“non basta informare, ma occorre ben informare”*. Dopo aver rinviato alla successiva udienza l'approfondimento dell'esame della missiva inviata ai risparmiatori *“al fine di non corrispondere le polizze”*, rileva che comunque deve ritenersi *“ancora una iniziativa unilaterale”*. Nell'argomentare, fa espresso richiamo (facendole proprie) alla *“illuminante ordinanza del Tribunale del 15 dicembre 2010 [Si tratta, verosimilmente, di un errore di battitura: N.d.A.] (depositata il 21 dicembre 2009 e di secondo grado rispetto a quella di Busto Arsizio citata dall'opponente), che ha trattato un caso analogo a quello in esame e le cui*

---

<sup>223</sup> Si noterà che così formulando si richiama la teoria sul trasferimento del rischio e in generale la teoria indennitaria.

<sup>224</sup> Questa e le successive pronunce del 2010 risultano inedite. I documenti sono tratti da ilCaso.it.

<sup>225</sup> Il nome della parte convenuta può intuirsi sotto l'incompleto annerimento dovuto alla riservatezza e tuttavia un ulteriore elemento a favore del rimando sembra venire dalla giurisprudenza citata.

*argomentazioni possono in massima parte condividersi, anche perché fanno riferimento al prevalente (almeno in via tendenziale) principio di tutela della parte contraente più debole”.*

Pochi giorni dopo è il Tribunale di Cagliari ad accogliere l'istanza di provvisoria esecuzione di un decreto ingiuntivo oggetto di opposizione, a rinviare al 21.12.2010 una causa che sembra riguardare sempre il medesimo contratto di Unicredit Vita Spa<sup>226</sup> e che qui riportiamo solo per indicare come siano ancora in corso i procedimenti in materia: a significare, altresì, la magmaticità di una giurisprudenza, che tuttavia, vedremo, sembra già aggregarsi attorno ad alcuni punti fermi.

Sulla polizza Maextra di Zurich<sup>227</sup>, invece, si pronuncia il Tribunale di Venezia, con sentenza del 24 giugno 2010<sup>228</sup>. Il giudizio verteva sulla responsabilità della banca intermediaria (la A.B. Spa.), che è stata ritenuta responsabile nei confronti dell'investitore, in base alla normativa in tema di intermediazione finanziaria, per non aver rispettato i canoni di buona fede nella fase precontrattuale. In

---

<sup>226</sup> Coincide con la polizza “Progetto Performance” il riferimento a “condizioni di polizza (articoli 3 e 5)” in cui risulta *“chiaramente evidenziata, addirittura in neretto, l’obbligazione assunta dall’opponente di restituire alla scadenza il capitale inizialmente versato (prestazione che non poteva dunque avere alcun carattere di aleatorietà, essendo appunto “gaarntita”), mentre il basket di titoli azionari di cui all’art. 4 delle citate condizioni generali (ricorrendo ai canoni interpretativi dettati dagli artt. 1362 e ss cc) sembra rilevare esclusivamente ai fini della quantificazione delle (diverse) prestazioni legate alle cedole”.*

<sup>227</sup> Alla quale si faceva cenno nell’introduzione del capitolo e che è stata oggetto di analisi, vedi supra Cap. II.

<sup>228</sup> La data è quella della decisione.

particolare, il Tribunale, pur respingendo l'inadeguatezza dell'investimento rispetto al profilo dell'investitore - che in precedenza aveva effettuato operazioni in obbligazioni di rischio simile - contesta all'istituto l'omessa avvertenza dell'inadeguatezza sotto il profilo (non tipologico, appunto, ma) dimensionale: infatti la banca aveva suggerito l'investimento dell'intero patrimonio, di Euro 500.000,00<sup>229</sup>.

Sulla medesima polizza si pronuncia anche il Tribunale di Milano, nella sentenza del 29 luglio 2010. Preliminarmente, in punto di rito applicabile, in base alla mera interpretazione letterale delle definizioni contenute nel Tuf (art.1 comma 1 lett.w bis) e nel Cap (art. 2), definisce i contratti linked come "prodotti finanziari", per ritenere di nuovo applicabile il rito societario. Nel merito, poi, la decisione cita la polizza "Maextra", verosimilmente il prodotto emesso da Zurich<sup>230</sup>, quale oggetto della decisione, ma non entra nel merito del contratto. Solo incidentalmente, nel prosieguo delle motivazioni, il giudice afferma: "(...) tenuto altresì conto che il prodotto

---

<sup>229</sup> Interessanti risultano, a latere, l'inciso circa l'irrilevanza del rating attribuito al titolo, in base al "*dato notorio - come ha insegnato la recente vicenda del salvataggio dello Stato Greco ad opera della Banca Centrale Europea - che l'investimento in titoli emessi da una società corporate è, indipendentemente dal rating, assai più rischioso rispetto a quello in obbligazioni emesse da uno Stato sovrano che fa parte dell'Unione Europea (vedi anche Tribunale Udine 5.3.2010 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it))*[la citazione è nel testo: N.d.A] e che fruisce quindi della rete di protezione degli altri Stati membri, e pertanto non si può obliterare il principio della diversificazione del rischio solo per l'apprezzabile merito di cui gode un titolo".

<sup>230</sup> Il provvedimento, disponibile su [ilCaso.it](http://ilCaso.it), è censurato nei dati personali delle parti e dei difensori, ma difficilmente un'altra compagnia potrebbe aver offerto al pubblico un prodotto avente identiche caratteristiche e identico nome.

da essa promosso aveva una natura quanto meno mista di strumento assicurativo<sup>231</sup> e strumento finanziario”, come aprendo rispetto alla monolitica affermazione della premessa<sup>232-233</sup>.

Un’altro caso che coinvolge una polizza “Progetto Performance”, viene deciso dal Tribunale di Frosinone - Sezione distaccata di Alatri il 5 agosto 2010, in sede di opposizione a decreto ingiuntivo promossa da Unicredit Vita. Il giudice, nel descrivere le

---

<sup>231</sup> Dopo lo “strumento finanziario”, viene evocato adesso lo “strumento assicurativo”. Sulla valenza interpretativa di questa espressione torneremo più avanti.

<sup>232</sup> Oggetto del *decisum* era la responsabilità della banca che aveva proposto il prodotto all’assicurato: l’istituto era concessionario esclusivo della “Zurich” per la distribuzione dei suoi prodotti in Italia, come rileva la sentenza. Attesa anche la dichiarata natura mista del prodotto, il Tribunale ha ritenuto che la banca avrebbe dovuto applicare le disposizioni allora vigenti in materia di distribuzione dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione ed in particolare l’art. 109 D.Lgs. n.174/95 che prescriveva l’obbligo di fornire talune informazioni prima della sottoscrizione; e la circolare Isvap 451/D del 24 luglio 2001 che aveva a tal fine predisposto uno schema fisso di nota informativa “precontrattuale”.

<sup>233</sup> *A latere*, merita di essere citato un altro punto su cui si è espresso il giudice: non è stata, infatti, ritenuta sufficiente la sottoscrizione, da parte del contraente, della dichiarazione di aver ricevuto le condizioni di contratto, di averne preso atto e di accettarle integralmente. Posto che l’investitore coinvolto aveva raggiunto il solo diploma di scuola media inferiore e svolgeva attività di collaboratrice domestica, in assenza di una prova concreta che la documentazione fosse stata effettivamente consegnata, il tribunale ha deciso di ritenere non provata tale circostanza. Non è certo infrequente nella prassi commerciale che alcuni operatori si avvantaggino dell’ingenuità del consumatore per ottenere la firma di prospetti e contratti mai effettivamente spiegati e che spesso, insieme a voluminosi pacchi di carta, facciano firmare anche dichiarazioni simili a quelle su cui si è pronunciato il Tribunale di Milano; posto ciò e ulteriormente precisato che quanto si dirà appresso esula da ogni valutazione del singolo caso concreto, sembra di poter affermare che ritenere priva di valore la dichiarazione autografa di una parte contrattuale circa lo svolgimento di alcune fasi contrattuali costituisca una pericolosa china, esemplare - se si vuole - del significativo sbilanciamento di tutele che caratterizza la normazione degli ultimi anni in molti settori che coinvolgono operatori non professionali dei settori di volta in volta coinvolti. E a tutto voler concedere, prima di ritenere e priva di valore probatorio una dichiarazione sottoscritta, bisognerebbe argomentare con particolare cura.



polizze come *“contratti di assicurazione sulla vita caratterizzate dal fatto che le prestazioni principali incombenti sull’assicuratore sono direttamente collegate ad un indice azionario o ad altri valori di riferimento”*, richiama l’articolazione della struttura di base nelle tre tipologie *“pura”*, *“a capitale parzialmente garantito”*, *“a capitale garantito”*, ponendola quale condizione di incertezza circa la effettiva natura del contratto. Richiamando Tribunale Milano 21 dicembre 2009, che si era espresso sugli stessi contratti, ne condivide l’interpretazione delle polizze *“Progetto Performance”* come *“index-linked garantite”* e rigetta l’opposizione.

Le conclusioni fin qui raggiunte dalle corti di merito, sembrarono trovare ulteriore conferma e sintesi nella sentenza del Tribunale di Parma n. 1107 del 10 agosto 2010. La pronuncia richiama le Sez.Un. del 2008 in merito alla natura previdenziale della causa dell’assicurazione; e nell’esaminare il contratto linked, oltre alla preminente funzione di investimento, il giudice punta anche il dito contro la prassi del versamento di un premio unico, tipico più dell’investimento, appunto, che di un prodotto assicurativo; arrivando anche ad obliterare la valenza caratterizzante della clausola per la premorienza, poiché tipica anche di altri contratti di investimento e pertanto inidonea ad attribuire tout court natura assicurativa (caso morte) all’accordo in cui è inserita. Concludendo di nuovo per la natura finanziaria dei

contratti esaminati, anche il Trib. Parma richiama<sup>234</sup> la conclusione di Tribunale di Salerno 6 ottobre 2008 (come richiamata - si precisa lì - nella difesa di parte attrice), per cui le polizze index-linked, *“rientrando nella sfera delle nuove forme di investimento, rivelano un forte legame con il sistema dell’intermediazione finanziaria di tal che, a differenza delle classiche polizze vita, non nascono secondo le esigenze personali di un cliente, quanto piuttosto nell’ambito di una vera e propria operazione di emissione e prevedono un premio versato in un’unica soluzione o secondo un piano d’accumulo”*. La conseguenza (per molti versi eclatante<sup>235</sup>) è la dichiarazione della pignorabilità e sequestrabilità delle somme percepite dall’assicurato (*rectius* - per il Tribunale - l’investitore).

## ***6. L’orientamento delle corti di merito***

La giurisprudenza di merito sembra cominciare a convergere verso un’unica prospettiva, in cui le polizze index-linked vengono viste come contratti di assicurazione solo fintanto che l’assicuratore rimanga gravato del rischio di investimento; poiché quando questo va a gravare sulle spalle dell’assicurato, si entra nel campo degli investimenti finanziari e le polizze rimangono tali solo di nome, assumendo la prevalente natura di prodotti finanziari. A tratti, la

---

<sup>234</sup> Stavolta esplicitamente, rispetto al Tribunale di Verona.

<sup>235</sup> Ne diede notizia anche la stampa: Repubblica, 8.11.2010, p.56.

dichiarazione della preminente (quando non esclusiva) natura di prodotto finanziario è parsa netta è senza appello. Non sempre esplicitamente, è stato il rilievo della necessaria presenza del rischio demografico, che la normativa secondaria ha invece indicato quale punto di riferimento, come è stato definitivamente chiarito nell'esame del Regolamento Isvap n.32 del 2009.

Si vuole, infine, sottolineare un aspetto forse trascurato da alcune delle citate sentenze. Partendo dal Tribunale di Parma (e risalendo alle pronunce in esso citate, nonché al Tribunale di Verona), si è forse troppo sbrigativamente liquidata l'accessorietà delle clausole vita e morte come pendant non distintivi di un accordo davvero assicurativo. Forse anche a causa del sovrapporsi tra rischio di investimento e rischio demografico, non si è tenuto conto dell'influenza del calcolo attuariale posto alla base della determinazione delle prestazioni dovute nel caso di realizzazione degli eventi legati alla vita umana. Se il giorno della morte o la sopravvivenza in una data scadenza, sono presi come meri termini, il ragionamento dei giudici di merito non è revocabile in dubbio; ma qualora l'incertezza dell'an e del quando di tali eventi influenzi la determinazione del premio e delle somme garantite dall'assicuratore, il quale in definitiva sopporta il rischio connesso a tale incertezza, allora le previsioni caso vita e caso morte non sono meri termini di adempimento, bensì eventi contro il rischio dei quali

l'impresa offre assicurazione. Si potrebbe forse parlare, al massimo, di contratti di investimento con clausole assicurative, arrivando alla conclusione che non si è più in presenza di contratti di assicurazione con elementi di investimento, ma contratti di investimento con elementi di assicurazione.

# **CAPITOLO VII**

## **NATURA GIURIDICA**

### **DELLE POLIZZE INDEX-INDEX LINKED**

#### *1. Dalla disciplina alla tutela*

La polizza di assicurazione sulla vita di tipo index-linked è un prodotto finanziario emesso dalle imprese di assicurazione<sup>236</sup>. La normativa a tutela degli investitori è stata estesa a questi contratti, perché nelle fattispecie ad essi sottese sono state riconosciute le medesime istanze di tutela di ogni altro prodotto o strumento finanziario. L'oggetto di questa tutela non è immediatamente riconoscibile in una serie di caratteri generali capaci di delineare una matrice comune idonea ad accogliere al suo interno le molteplici figure descritte in diverse parti dell'ordinamento. Nonostante i tentativi che si potrebbero approntare, sembra doversi prendere coscienza della ontologica polisemia dell'espressione "prodotto

---

<sup>236</sup> "Polizze e operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all'art.2, comma1, del d.lgs. 7 settembre n.209, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'art.13, comma, lettera b) del d.lgs 5 dicembre 2005 n. 252". Art.1,c.1,lett.w-bis) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 (T.U.F.).

finanziario". E d'altronde, lo stesso art.1, c.1, lett.w-bis del T.U.F. individua con questa espressione due fattispecie, le polizze del ramo III e quelle del ramo V, che nel settore assicurativo di origine vengono nettamente distinte: l'elemento discriminante è individuato nel rischio demografico che deve essere presente nelle polizze del primo dei due rami, mentre è assente nel secondo. Anche se privo di legame con il rischio demografico, il contratto di capitalizzazione deve prevedere la garanzia della restituzione per potersi mantenere all'interno del tipo contrattuale: nonostante la sua tipizzazione, rimane comunque un contratto la cui causa è estranea a quella assicurativa e solo per la prassi commerciale è stato compreso tra le attività tipiche dell'impresa di assicurazione.

I contratti di entrambi i rami, comunque, al fine dell'applicazione del Testo unico in materia di intermediazione finanziaria, vengono definiti come "prodotti finanziari": si è avuto modo di constatare che l'utilizzo di determinate definizioni non deve portare all'individuazione di categorie unificanti, generali e omogenee, ma spingere piuttosto alla ricerca dell'interesse tutelato dalla disciplina, al fine dell'applicazione della quale queste "etichette" vengono utilizzate. In entrambi i contratti, polizze ramo III e ramo V, al di là delle differenze<sup>237</sup>, vi è quindi un interesse

---

<sup>237</sup> Il CAP contiene tre articoli inerenti l'assicurazione sulla vita: 176 sulla revocabilità della proposta, 177 sul diritto di recesso e il 178 sull'inversione dell'onere della prova nei giudizi risarcitori. Quest'ultima norma prevede che nei giudizi di risarcimento del danno provocato al contraente da uno dei contratti di

comune da tutelare, che giustifica l'applicazione della disciplina del T.U.F.: questo può essere individuato in quanto descritto dagli artt. 5 e 91. Recita il primo *“La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia nella fiducia nel sistema finanziario, b) la tutela degli investitori, c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario, d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria”*; l'art. 91 riporta che *“la Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”*. Ciò che accomuna entrambi gli articoli è l'obiettivo di *“tutela degli investitori”*; soggetti, quindi, che in entrambi i contratti assicurativi definiti *“prodotti finanziari”* sarebbero esposti ai rischi del mercato. Tale esposizione non è dovuta ad elementi causali del contratto, ma la necessità di una tutela discende dagli effetti di questi accordi.

La riflessione non sarebbe completa, se non si tenesse conto di un dato: che le polizze linked (e i contratti di ramo V) sono soggette all'applicazione del T.U.F. solo se distribuite da intermediari finanziari: poiché (almeno formalmente) dotate di carattere assicurativo, le polizze con contenuto finanziario rimangono, infatti,

---

cui ai rami III e V, rimane a carico dell'assicuratore l'onere di provare di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Tale omogeneizzazione del regime probatorio ai prodotti finanziari emessi dalle assicurazioni ha fatto ritenere la sostanziale equiparazione dei due prodotti (Corrias, *I contratti di assicurazione dei rami vita nel nuovo codice delle assicurazioni private*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2008, 223).

distribuibili anche presso gli intermediari assicurativi e riassicurativi. Ed in questo caso il T.U.F. non sarebbe applicabile<sup>238</sup>. Sul punto, entrambi gli enti di vigilanza (Consob e Isvap) sono intervenuti alla ricerca di una quadratura del cerchio<sup>239</sup>, non ancora del tutto raggiunta. Ciò che qui interessa, è valutare l'impatto di tale circostanza nell'indagine che ci occupa: ossia, considerare se tale limitazione possa significare che la necessità di tutela derivi dal canale di distribuzione del prodotto e non dal prodotto stesso. Tale circostanza è presto smentita, se si fa riferimento ai considerando della direttiva MIFID: *“la direttiva non si applica alle imprese di assicurazione perché queste sono oggetto di **appropriata** vigilanza da parte delle autorità competenti in materia di vigilanza prudenziale”*<sup>240</sup>. In

---

<sup>238</sup> Per un esame del problema, si rimanda a Carriero, *Mifid, attività assicurativa, autorità di vigilanza*, Dir.Banc.Merc.Fin., 2008, 425; Niutta, *L'abrogazione dell'art.100, co.1, lett. f) ecc.*, Dir.Banc.Merc.Fin., 2007, 11.

<sup>239</sup> Si veda, per esempio, il documento congiunto Consob-Isvap del 28 dicembre 2007. Sorgono, in particolare, problemi in merito alla disciplina del tipo e del contenuto della documentazione informativa precontrattuale.

<sup>240</sup> Volpe Putzolu, *Forme di risparmio e tutela dell'investimento: la tutela dell'investimento assicurativo*, intervento in apertura del convegno AIDA - Sezione Lombardia, Milano 28 novembre 2008. L'A. ritiene che *“il dibattito su questo punto è però sempre stato viziato dall'assunto che soltanto l'equiparazione dei prodotti assicurativi in questione alle forme di investimento alle quali è applicabile il TUF avrebbe potuto realizzare una efficace tutela del contraente”*. Un'altra interessante posizione è espressa in punto di interpretazione da Lener, *Il prodotto assicurativo, fra prodotto finanziario e prodotto previdenziale*, Dir.Ec.Ass., 2005, 1239: *“se l'obbligazione dell'assicuratore ha essenzialmente natura restitutoria, la soggezione a vigilanza pubblica del soggetto che riceve il denaro offre adeguata protezione e giustifica l'esenzione dalla disciplina dei mercati finanziari. Se invece l'obbligazione dell'assicuratore ha natura prevalentemente gestoria, allora il rapporto tra questo soggetto e l'assicurato si attegga in termini sostanzialmente non dissimili da quelli di una qualsiasi operazione di investimento e pertanto non vi è ragione di accordare un'esenzione dalla relativa disciplina in considerazione della natura del soggetto che emette i prodotti finanziari”*.



effetti, l'Isvap era già intervenuta con l'articolato Regolamento n. 5 del 16 ottobre 2006, intestato "Regolamento 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". Si può concludere che, in ogni sua articolazione, la disciplina (finanziaria o assicurativa che sia) in materia di polizze finanziarie, risponde alla comune esigenza di tutela degli interessi del contraente dai rischi del mercato finanziario<sup>241</sup>.

L'individuazione della disciplina applicabile sfugge, quindi, al rigido schema "tipo-disciplina" e segue la via "effetto-disciplina"<sup>242</sup>. Ciò che rimane assolutamente consequenziale agli obiettivi della normativa sull'intermediazione finanziaria, ossia il conseguimento di una tutela: che non è una tutela individuale, bensì una tutela collettiva.

Lo spostamento dell'oggetto della disciplina ed il suo sbilanciamento verso la collettività, non rappresenta, in realtà, una

---

<sup>241</sup> Un mercato, quello finanziario, che in dottrina è già identificato come entità unitaria articolata al suo interno nella tripartizione mercato mobiliare, mercato bancario, mercato assicurativo (così Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2004, 2, citato in Niutta, *cit.*, 21).

<sup>242</sup> Carriero (*Mifid, attività assicurativa, autorità di vigilanza*, Dir.Banc.Merc.Fin., 2008, 429), in coda alla citazione di Lener (*supra*, nota 5) constata: "rinverdendo antichi insegnamenti, occorre prima definire la fattispecie, poi individuare la disciplina applicabile. Aver invertito i termini del problema, complica notevolmente

novità assoluta, sul piano dell'assetto normativo<sup>243</sup>. Partendo dalla considerazione che *"tutte le regole giuridiche dirette a costituire un mercato (concernenti, cioè, il procedimento di incontro di domanda ed offerta collettive di una categoria di beni) sono dirette alla tutela di interessi di rilevanza collettiva"*<sup>244</sup>, si perviene ad ipotizzare che le risposte del diritto positivo non testimoniano altro se non l'evoluzione delle tecniche giuridiche, dalla prevalenza di strumenti di tutela dei conflitti tra i singoli (contratto, concorrenza sleale, titolo di credito) alla prevalenza di strumenti di tutela di interessi imputabili a classi di soggetti, che coinvolgono in varia misura l'azione dei pubblici poteri: dai contratti dei consumatori, all'antitrust, fino agli strumenti finanziari<sup>245</sup>.

Ogni contratto, con i suoi effetti, può incidere su più interessi e richiamare l'applicazione della disciplina inerente a più tutele. Rimane così imprescindibile un'approfondita analisi che sveli le componenti di un accordo e lo schema in cui esse sono inserite. Risaliamo, quindi, dalla disciplina applicabile, il T.U.F., all'elemento che ne ha determinato l'applicazione, ossia la tutela degli interessi dell'*investitore*; tali interessi necessitano di una tutela in quanto esposti ad un rischio, il rischio di investimento nei mercati

---

*la sua soluzione, spesso peraltro rimessa a zelanti conoscitori delle leggi, meno del diritto".*

<sup>243</sup> Salamone, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, Riv. Dir. Comm., 1998, I, 735.

<sup>244</sup> Salamone, *cit.*, nota n.40, rimanda a Irti *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998.

<sup>245</sup> Salamone, *cit.*, p.735.

finanziari. E compiamo un passo ulteriore, domandoci cosa abbia prodotto questa esposizione.

Prima di approfondire il tema, è necessario chiarire un controsenso (apparente o reale) dell'estensione dell'applicazione del T.U.F.. Se è vero, come è vero, che l'estensione persegue finalità di tutela, non si comprende quali rischi siano insiti in un contratto garantito come quello di capitalizzazione (ramo V)<sup>246</sup>: la disciplina del T.U.F. è stata estesa anche a questo contratto, nel quale tuttavia, non si rinvengono profili di rischio simili a quelli che si ritrovano nelle polizze linked. Complice forse la funzionalità di gestione assunta dall'assicuratore, l'unica caratteristica che può individuarsi nel contratto di capitalizzazione è la mancanza di una natura prettamente assicurativa (per assenza di un evento assicurato) e la condivisione di tratti comuni a contratti di gestione del risparmio, soggetti alla disciplina del T.U.F.. Elementi, questi, che ne determinerebbero una più facile attrazione nell'ambito della disciplina di prodotti finanziari *tout-court*. Il rilievo meriterà un successivo approfondimento.

Per il momento, torniamo a riferirci alle polizze index-linked, per ricercare la componente dell'accordo che espone il contraente-assicurato ai rischi del mercato finanziario.

---

<sup>246</sup> Luberti, *Funzione finanziaria e previdenziale dei prodotti assicurativi, ecc.*, Dir.Banche e Merc. Fin., 2008, 77.

## *2. L'esposizione al rischio finanziario*

In ognuna delle polizze esaminate<sup>247</sup> l'assicuratore ha cura di precisare che il contraente rimane esposto al rischio di investimento, a causa dell'indicizzazione della prestazione a scadenza. In particolare, poiché il valore della prestazione è collegato all'andamento di un indice e l'attivo acquistato a copertura è strutturato con componenti che legano il proprio rendimento al medesimo indice, la fluttuazione di quest'ultimo, condizionando il valore dell'attivo acquistato a copertura, può portare a risultati inferiori alle aspettative. Tale attivo è una obbligazione strutturata, caratterizzata da opzioni legate al valore del medesimo indice cui è parametrata la prestazione dovuta dall'assicuratore: egli, di fatto, utilizza il premio dell'assicuratore per acquistare un attivo che avrà gli stessi risultati che la polizza offre all'assicurato. Di fatto, l'assicuratore è un mero intermediario nell'acquisto del prodotto finanziario e la sua obbligazione nei confronti dell'assicurato è aleatoria tanto quanto lo è la prestazione attesa dell'indice a scadenza (o la media dei risultati rilevati in tre periodi). Dal punto di vista formale, la qualifica di "investitore" sembra essere riconosciuta all'assicuratore, colui che investe il premio raccolto nell'acquisto di un prodotto finanziario e che rischia di vedere inciso il valore del proprio investimento da un andamento sfavorevole

---

<sup>247</sup> Da "Progetto Performance" a "Maextra".

dell'indice: sembrerebbe essere, quindi, lui il soggetto bisognoso di tutela<sup>248</sup>. Il denaro investito, però, non è parte del proprio patrimonio, ma deriva da un contratto stipulato con un soggetto al quale è stata promessa la medesima prestazione che si otterrà dal prodotto finanziario in cui si è investito: a ben vedere è allora quest'ultimo il soggetto inciso dalla perdita di valore dello strumento finanziario. Da un punto di vista sostanziale, l'interesse da tutelare è quello del contraente-assicurato nelle polizze index-linked. L'applicazione del T.U.F. è, dunque, determinata dal rischio di investimento che grava l'assicurato che ha stipulato una polizza in cui il premio pagato viene investito dall'assicuratore in attivi rappresentati da strumenti finanziari dal valore indicizzato, a cui è parametrata la prestazione dovuta a scadenza della polizza.

Questo contratto viene offerto dall'impresa di assicurazione attraverso una campagna di sottoscrizioni funzionale alla raccolta del capitale necessario all'acquisto degli strumenti finanziari a cui collegare le prestazioni contenute nelle polizze. In pratica, in vista dell'emissione di un prodotto finanziario capace di produrre notevoli incrementi del capitale investito, l'assicuratore confeziona delle polizze sulla vita in cui si obbliga a prestazioni il cui valore sarà pari a quello ottenuto dal prodotto: con questo mezzo consente

---

<sup>248</sup> La considerazione è meramente strumentale al ragionamento che si vuole mettere in campo, posto che in quanto soggetto professionale, non rientrerebbe comunque tra i destinatari della tutela legislativa.

agli assicuratori di investire in quel prodotto. La “campagna” di sottoscrizioni è tanto legata all’emissione del prodotto finanziario, che le polizze saranno efficaci solo se alla data di emissione vi saranno ancora titoli disponibili<sup>249</sup>: l’attivo da acquistare a copertura diventa vincolante al punto da incidere sulla stessa efficacia l’accordo in caso di una sua indisponibilità. Anche quando non espressamente previsto nelle condizioni di contratto, tale circostanza deve ritenersi connaturata al contratto qualora il prodotto finanziario in cui viene investito il premio sia stato oggetto dell’accordo<sup>250</sup>.

Questa circostanza porta a concludere che nell’accordo al prodotto finanziario (in cui viene investito il premio) viene data una rilevanza causale: se l’assicuratore non può investire in quel preciso prodotto finanziario, il contratto non è in grado di svolgere la sua funzione economico-individuale. Tale funzione, allora, non è sicuramente quella di assicurare la vita del contraente<sup>251</sup>, posto che il risultato promesso (ossia l’incremento del premio in base alle variazioni di valore di un indice) potrebbe, in ipotesi, essere raggiunto con l’acquisto di altri attivi: con la differenza che solo

---

<sup>249</sup> Si è avuto modo di constatare che questa clausola è presente nella polizza “Index Axa Best Coupon 7%”.

<sup>250</sup> In “Index Axa Best Coupon 7%” l’art.8 della Nota Informativa descrive il “Napoleon Target 7%” emessa da Irish Life & Permanent; “Janus” investe nell’“Obbligazione Indicizzata 2002-2007” di Dexia Crediop Spa (art.1.1 Nota Informativa); “Porgetto Performance” in “Lehman Brothers Treasury BV on 20th June 2009” della Lehman Bros.; “CleanFutureIndex” in “5 Years Futuro Verde” di JP Morgan Chase Bank N.A..

<sup>251</sup> Qualunque sia il significato che si vuole dare a questa espressione.

l'attivo previsto dalla polizza consente all'assicuratore di restare immune da eventuali andamenti sfavorevoli, poiché la prestazione cui si obbliga è ricalcata sulla prestazione di quel prodotto. Acquistandone di diversi, seppur con caratteristiche simili, tornerebbe la possibilità che il rendimento dell'attivo non consenta all'assicuratore di dotarsi di risorse sufficienti a replicare l'andamento dell'indice in oggetto e con questo tornerebbe il rischio di investimento sulle spalle dell'assicuratore.

Nelle polizze emesse dopo l'11 giugno 2009, ossia dopo l'emanazione del Regolamento Isvap n.32 e per effetto di questo, notiamo che le offerte<sup>252</sup> si limitano a descrivere gli indici a cui sono parametrizzate le prestazioni e le modalità di investimento del premio (quale percentuale viene impiegata in obbligazioni od opzioni), senza descrivere lo strumento con cui intendono raggiungere il risultato di copertura<sup>253</sup>: in questo modo, la scelta dell'attivo torna ad essere un problema interno della gestione patrimoniale dell'assicuratore, il quale avrà la possibilità di sostituire gli attivi in caso di pericolo di insolvenza o di scarsa rendita degli stessi.

Ciò che più è importante, la polizza torna a ruotare attorno all'asse assicurativo: l'intervento ha il pregio di puntualizzare una serie di elementi, che fino a quel momento erano stati messi in

---

<sup>252</sup> "TB Growth 96 Double Performance 2017" di Axa e "Quarzo" di Poste Vita-

<sup>253</sup> Vedremo più avanti che il cambiamento è meno profondo di quanto possa apparire.

secondo piano, snaturati dalla finanziarizzazione delle polizze, fino a determinare la sostanziale perdita di ogni connotazione assicurativa delle stesse. Adesso, la natura assicurativa delle polizze index-linked risulta maggiormente salvaguardata: a patto che venga rispettata un'altra condizione. La presenza del rischio demografico.

### ***3. Il rischio demografico***

Il rischio demografico è stato descritto dall'Isvap nei seguenti termini: *“Il rapporto tra il numero di quote attribuite all'assicurato all'atto del pagamento del premio ed il numero di quote previste per la prestazione dell'assicuratore è funzione delle ipotesi di sopravvivenza. La relazione che lega le due prestazioni a questo riguardo è espressione della componente c.d. “demografica” del contratto. La possibilità di scostamento tra le ipotesi e la sopravvivenza effettiva costituisce per l'impresa il rischio di carattere demografico associato alla polizza. Peraltro, il rischio demografico emerge anche nei casi in cui, pur essendo previsto il pagamento - al verificarsi degli eventi attinenti la vita umana - di un numero di unità di conto uguale a quello inizialmente attribuito all'assicurato, è fissato un importo minimo per la prestazione dell'assicuratore”*<sup>254</sup>.

Una risalente impostazione, faceva leva sull'art. 67 L. n.742/1986, oggi sostituita dal C.A.P. (al cui interno, fra l'altro, non

---

<sup>254</sup> Corinti e Cucinotta, Quaderni Isvap n.5, 1999.



sono più rintracciabili disposizioni simili), per affermare che ai fini della determinazione della natura giuridica del contratto di assicurazione erano rilevanti le tecniche di neutralizzazione dei rischi, le quali vincolavano tanto l'assicuratore, quanto l'assicurato: in base ad esse, si stabilivano, infatti, la misura del premio e la misura delle riserve matematiche. La violazione dell'osservanza di tali tecniche da parte dell'assicuratore comportava la nullità del contratto, con l'obbligo di restituzione dei premi: quasi che la tecnica di neutralizzazione avesse un rilievo causale<sup>255</sup>.

Su tali basi, si giungeva ad escludere la natura assicurativa di contratti legittimamente posti in essere dalle imprese di assicurazione sulla vita, quando questi ponevano quasi o totalmente a carico dell'assicurato il rischio dell'investimento del premio.

Questa impostazione ha però incontrato l'obiezione di quanti hanno osservato che, così argomentando, si dà per dimostrato un rilievo causale del rischio demografico che non emergerebbe dalla definizione di assicurazione sulla vita tracciata dall'art. 1882 c.c.<sup>256</sup>. Unico requisito essenziale in base alla norma (si rispondeva) sarebbe, allora, soltanto il fatto che l'evento attinente la vita umana

---

<sup>255</sup> Gambino, *Linea di frontiera tra operazioni di assicurazioni e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, Assicurazioni, 1993, I, 162. L'A. identifica anche il tempo come altro elemento essenziale per la funzione giuridica del contratto di assicurazione vita, poiché l'omogeneizzazione e la neutralizzazione dei rischi riguarda "rischi extracontrattuali perduranti nel tempo, in quanto collegati a un evento di vita temporalmente incerto".

<sup>256</sup> Volpe Putzolu, *Le polizze Unit Linked e Index Linked*, Assicurazioni, 2000, I, 249.

sia condizione della prestazione; la qualificazione del corrispettivo come premio non vincolerebbe all'impiego della tecnica attuariale di eliminazione del rischio, poiché il legislatore ha usato lo stesso termine per definire il corrispettivo del contratto di capitalizzazione, dove il rischio demografico è del tutto assente<sup>257</sup>. E tuttavia si potrebbe osservare che il contratto di capitalizzazione costituisce piuttosto un'eccezione nel panorama delle attività dell'impresa di assicurazione, per cui l'utilizzo ivi fatto del termine "premio" potrebbe essere inquadrato in un'ottica di omogeneizzazione del linguaggio. Ciò comporterebbe che di norma il termine "premio" sia legato alla tecnica attuariale e solo nel caso della capitalizzazione, contratto tipico dell'impresa di assicurazione, usato in maniera, per così dire, *atecnica*. Questa impostazione, quindi, pone in secondo piano il rischio demografico, come elemento non essenziale nei contratti di assicurazione sulla vita. Tuttavia, si basa anche sull'utilizzo che di certi termini viene fatto dal legislatore: e all'esito di quanto già discusso in premessa circa le definizioni, tale supporto sembra non avere la stabilità che servirebbe a tale ordine di idee. Il dato ci porta a individuare, in realtà, un contratto in cui non sono presenti esclusivamente profili finanziari: poiché in presenza di accordi caratterizzati dall'alea che deriva dal rischio demografico, vi è sicuramente una componente assicurativa integrata nella causa dell'accordo. Possiamo dire che la sua presenza sia la spia della

---

<sup>257</sup> Volpe Putzolu, *ibidem*.

causa assicurativa, senza però arrivare ancora a poter dare una definizione di questa causa o quanto meno della causa del contratto di assicurazione sulla vita.

#### *4. Verso la causa del contratto*

L'autorevole giudizio della Corte di cassazione (già sottoscritto da dottrina e giurisprudenza) ha parlato di una causa previdenziale: anche se questa impostazione è stata accusata di non tenere in considerazione la variegata fenomenologia concreta<sup>258</sup>, possiamo considerare che essa è sicuramente presente, anche se non nella stessa misura con cui caratterizza altri contratti di assicurazione. La relazione del Covip sul testo del D.Lgs n.303/2006, c.d. "legge sul risparmio", invitava ad escludere dalla definizione di "prodotto finanziario", le polizze del ramo I: in queste, accanto alle formule tradizionali, vi erano tipologie (come le polizze rivalutabili) in cui era presente un elemento finanziario il cui rapporto con l'elemento tradizionale non era sempre quantificabile, al contrario che nelle polizze del ramo III. I prodotti previdenziali, anche se assicurativi e dotati di componenti finanziarie, sono stati così espunti dalla

---

<sup>258</sup> La Rocca, *Le sezioni unite e la 'dimensione evolutivamente assunta... dell'assicurazione sulla vita*, Foro It., 2008, 1, p.1434.

disciplina del T.U.F.<sup>259</sup>: nonostante potessero dirsi “prodotti finanziari”, non vi erano le esigenze di tutela che richiedevano l’applicazione del T.U.F.

Si discute di contratti la cui causa, quindi, non è sempre previdenziale o non assolutamente tale. Cerchiamo di verificare questa affermazione con alcune considerazioni. La causa del contratto è quella di provvedere a costituire una provvista per un evento futuro, in cui si prevede di poter averne bisogno, ma non se ne ha la certezza: così ci si mette al sicuro, si assicura questa incognita, pagando un prezzo che si ritiene inferiore alla somma di cui si potrebbe aver bisogno. Questo interesse può essere accompagnato dall’intenzione di incrementare la somma che si paga, di ottenere non solo quanto si intende mettere da parte, ma un capitale maggiore. Sembrerebbe configurarsi una causa simile al risparmio. Un tempo il risparmio consapevole<sup>260</sup> era orientato alla previdenza o al rischio: nel primo caso si rivolgeva alle imprese di assicurazione per ricevere garanzie di restituzione a termine a copertura delle future esigenze; nel secondo caso, si rivolgeva al

---

<sup>259</sup> Costi, *I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione*, in Buonocore (a cura di), *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi*, Milano, 2008, p.30.

<sup>260</sup> In contrapposizione a quello “inconsapevole”, rappresentato dalle somme depositate in banca, utilizzate dall’istituto creditizio per l’esercizio del credito e remunerate con il pagamento di interessi a fronte del godimento del capitale-

rischio di impresa nell'acquisto di azioni od obbligazioni<sup>261-262</sup>. Simili affermazioni, nel tempo, sono state messe a dura prova dall'evoluzione del mercato finanziario, sempre più interessato ad attirare nella propria orbita la maggior quantità di risorse possibile. E ciò attraverso l'offerta di prodotti capaci di coniugare risparmio e una certa previdenza in formule sempre più ambigue. Ciò che rimane condivisibile è *“che nell'assicurazione sulla vita, accanto ad una componente probabilistico-demografica vi è sempre una componente finanziaria”*<sup>263</sup>. Riserva e investimento, quindi, sembrerebbero dare luogo ad una causa concreta di tipo misto.

### ***5. Dal collegamento negoziale alla causa mista***

Si può dire che fino agli anni settanta, la causa di investimento era praticamente assente, poiché il premio pagato dall'assicurato non era destinato ad investimenti, ma a “comprare” un'assicurazione, quella di ricevere in occasione di un evento

---

<sup>261</sup> Gambino, *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazioni e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, Assicurazioni, 1993, I, p.157.

<sup>262</sup> In entrambi i casi si cerca di far fronte ad un rischio, che è stato distinto in “puro” e “speculativo”: laddove il secondo consisterebbe nella possibilità che si verifici un fatto capace di rivelarsi o vantaggioso o svantaggioso e che caratterizzerebbe i contratti finanziari come diversi dai contratti assicurativi: questi nati piuttosto per far fronte ad un rischio puro (l'eventualità di un fatto comunque dannoso)( Costi, *I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione*, in Buonocore (a cura di), *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi*, Milano, 2008, p.22).

<sup>263</sup> Volpe Putzolu, *L'innovazione finanziaria nel settore assicurativo*, Rassegna Economica, 1987, 567-

attinente la vita umana, una certa somma<sup>264</sup>. Come già detto, solo a seguito di trend economici caratterizzati dall'inflazione e alla necessità di offrire incrementi maggiori, l'assicuratore ha inserito nei contratti delle clausole con cui proponeva modalità di incremento del capitale di diverso tipo (rivalutazione tramite partecipazione agli attivi, rivalutazioni, incrementi legati all'andamento di indici), rendendo l'assicurato partecipe delle modalità con cui venivano gestiti gli attivi posti a copertura. La componente finanziaria, dunque, si è sviluppata ed il contraente, oltre a voler ottenere una copertura assicurativa, corrispondendo i premi chiedeva, altresì, all'accordo di svolgere funzioni di investimento finanziario: la causa acquisiva una più marcata connotazione bicipite.

Se a determinate condizioni (e con le dovute cautele) è pure condivisibile l'affermazione che la distinzione fra contratto misto e (più) contratti collegati sia un falso problema e che essa sia la "foglia di fico" che copre la discrezionalità della giurisprudenza nell'amministrare l'adisciplina del caso concreto<sup>265</sup>; tuttavia anch'esso è nodo da scogliere nell'analisi che ci occupa, poiché forte è l'impressione che all'interno delle polizze index-linked coabitino elementi non sempre conciliabili sotto l'ombrello del medesimo tipo contrattuale. Infatti, continuare a parlare di unica o assorbente causa

---

<sup>264</sup> Era comunque presente una componente finanziaria, ravvisabile però nelle modalità di gestione degli attivi dell'impresa di assicurazione e non quale elemento causale di investimento.

<sup>265</sup> Bin, *Il prodotto misto assicurativo-finanziario*, Assicurazioni, 1988, I, p.353-

assicurativa, sembra ormai anacronistico.

Per rispondere alla domanda, sarà utile fare riferimento al dibattito sorto all'epoca dell'introduzione delle polizze rivalutabili, giacché, abbiamo visto, il problema delle polizze index-linked (relativamente recente) ne è il discendente diretto.

In quell'ambito si è osservato che nella costruzione dei prodotti assicurativo-finanziari intervengono diversi coartefici: ossia l'imprenditore che propone la polizza (l'assicuratore) e la società che propone l'investimento (il terzo intermediario finanziario). Necessaria conseguenza è che il contratto di assicurazione e il contratto di investimento sono stipulati nell'ambito di un'unica operazione giuridico-economica. Da ciò deriva che essi sono legati dall'assolvimento di una funzione unitaria e, pertanto, non sono astrattamente eseguibili l'uno separatamente dall'altro<sup>266</sup>. Questa tesi è condivisa anche da chi osserva, inoltre, che le due componenti possono anche sopravvivere l'una senza l'altra; ciò che farebbe dissolvere l'idea dell'esistenza di un'unitarietà sul piano giuridico di un prodotto che altrimenti sarebbe da considerare un contratto misto<sup>267</sup>.

Tali osservazioni ben si attagliano anche ai contratti linked: tanto è confermato dalla circostanza che il dibattito è stato ripreso

---

<sup>266</sup> Galgano, *Il prodotto misto assicurativo-finanziario*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 1988, I, 95.

<sup>267</sup> Bin, *Il prodotto misto assicurativo-finanziario*, Assicurazioni, 1988, I, 353

nei medesimi termini in tempi recenti, in particolare dai detrattori della tesi del collegamento negoziale<sup>268</sup>. Si è osservato che nelle polizze linked il negozio finanziario non sarebbe oggetto di una comune previsione delle parti e, quindi, non potrebbe essere individuato come l'oggetto del contratto; saremmo piuttosto in presenza dello strumento attraverso il quale l'assicuratore si mette nella condizione di adempiere l'obbligazione assunta<sup>269</sup>. Di conseguenza, si invita piuttosto a indagare se le polizze linked siano sempre contratti di assicurazione o se non siano, piuttosto, passibili di diventare anche altro.

Il collegamento negoziale<sup>270</sup> caratterizza quei contratti che nel loro insieme mirano ad attuare un'operazione economica unitaria, comportando un certo grado di interdipendenza dei relativi effetti: nel collegamento è quindi presente una pluralità di contratti distinti, così che su ciascuno può essere esercitato autonomamente il controllo di validità. Nel caso specifico, i contratti stipulati dall'assicuratore per reperire i mezzi sufficienti a far fronte agli impegni assunti, vengono normalmente da questo posti in essere per far fronte agli impegni presi: tuttavia, quando l'acquisto

---

<sup>268</sup> Rossetti, *Polizze linked e tutela dell'assicurato*, Assicurazioni, 2002, I, 228

<sup>269</sup> Si è suffragata tale impostazione eccependo alla teoria del collegamento negoziale che l'assicurato rimane estraneo alla gestione dei titoli acquistati e che non ha alcun diritto su di essi, poiché non sussiste e non potrebbe sussistere corrispondenza tra premio versato e corrispondente porzione della riserva matematica.

<sup>270</sup> Per le brevi note si è fatto riferimento a Carusi, *La disciplina della causa*, in *Contratti in generale* (a cura di Gabrielli), Trattato dei contratti diretto da Rescigno, Torino, 1999, 579 e segg..



dell'attivo entra a far parte dell'accordo contrattuale, il prodotto strutturato diventa parte dell'operazione con cui si mira a conseguire un risultato ben preciso. Un'ipotesi, dunque, di collegamento funzionale e volontario, in cui l'obiettivo dovrebbe essere quello di far ottenere una migliore copertura assicurativa all'assicurato. Tuttavia, proprio quando l'acquisto del prodotto strutturato era inserito nell'accordo, l'assicurato veniva caricato di ogni rischio, compreso quello della controparte finanziaria<sup>271</sup>: in tali ipotesi, non era ravvisabile alcuno altro scopo, se non quello di un investimento finanziario, in cui la polizza diventa un mero schermo, un diaframma utile solo a collegare prestazioni accessorie all'impegno principale assunto dall'assicuratore, ossia quello di investire in quel preciso prodotto. Diversamente, qualora<sup>272</sup>, oggetto dell'accordo tra le parti siano solo le modalità di indicizzazione della prestazione dovuta a scadenza dall'assicuratore, il ricorso a determinati attivi torna a rientrare nella discrezionalità dell'imprenditore, in quanto parte integrante dell'attività di impresa, strumento con cui questa viene gestita.

La causa del contratto di assicurazione sulla vita index-linked, almeno fino all'emanazione del Reg.32/2009 aveva mantenuto ben poco di assicurativo e si può dire che fosse un contratto di

---

<sup>271</sup> Per rispondere all'impostazione di Rossetti, *cit. supra*: vero è che non potrà gestire l'attivo acquistato, però ne sopporta tutti gli effetti negativi, fino al rischio della controparte finanziaria.

<sup>272</sup> Come inevitabilmente avviene dopo il Reg.32/2009.

investimento atipico. Dopo le modifiche del 2009 e i vincoli apposti al contratto, il conseguente (almeno parziale) riequilibrio tra le componenti può portare a riconoscere nell'accordo una causa mista: ma ancora caratterizzata dalla prevalenza del profilo finanziario. Tanto si può determinare, anche in base alle considerazioni che seguono.

Per delineare la natura del contratto, si deve guardare l'accordo nel suo complesso, rimettendone in discussione le presunte caratteristiche. Abbiamo visto che il carattere aleatorio della prestazione e la connessa funzione previdenziale possono essere grandemente ridotti, fino a limitarsi all'obbligo di restituzione del capitale versato (dedotte le imposte). Si è allora in presenza di un contratto innominato di investimento in un prodotto finanziario, in cui la disciplina del contratto di assicurazione trova applicazione per fonte negoziale, attraverso l'inclusione di specifiche clausole; con la forma scritta *ad substantiam* prevista per i contratti relativi alle prestazioni di investimento e non una forma *ad probationem* tipica dei contratti di assicurazione<sup>273</sup>. Tanto valeva prima del riordino operato dal Regolamento n. 32, il cui intervento non è però stato del tutto risolutivo. Infatti, le polizze rimangono connotate dal profilo di investimento, che continua ad essere oggetto delle clausole e parte

---

<sup>273</sup> Gambino, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, in Buonocore, *I prodotti finanziari bancari e assicurativi*, Milano, 2008, 90.

dell'accordo, quanto meno al livello delle modalità con cui deve essere effettuato, se non nell'individuazione di uno strumento preciso<sup>274</sup>. La componente assicurativa è stata sicuramente reintegrata, lo si diceva sopra, ma non si è ristabilito un equilibrio completo con la componente finanziaria, che, così, continua ad avere un ruolo di rilievo. L'assicuratore non offre solo un contratto di assicurazione sulla vita o una polizza dal rendimento indicizzato, perché continua a proporre una precisa modalità di investimento del singolo premio che assume il ruolo principale nell'accordo.

Elementi come il rischio morte, l'età e il sesso dell'assicurato, le tavole demografiche, le stime attuariali, non hanno più un ruolo qualificante, perché la polizza viene costruita in base a criteri e tecniche finanziarie, che ruotano attorno all'investimento e al rendimento da conseguire. Anche in relazione alla copertura del caso vita, si pensi alla relativa brevità dell'arco temporale<sup>275</sup>, che non sarebbe idoneo a soddisfare la funzione previdenziale<sup>276</sup>. In queste condizioni, la funzione dell'impresa di assicurazione (fatto che assume una rilevanza causale) è quella di remunerare

---

<sup>274</sup> Si vedano le note informative di "Quarzo" di Poste Vita Spa e di "TB Growth 96 Double Performance 2017" di Axa Mps Financial Limited, in cui si evidenzia in che percentuale sarà impiegato il premio per l'acquisto di obbligazione zero coupon e di opzioni.

<sup>275</sup> Di norma il quinquennio.

<sup>276</sup> Anche senza integrare la funzione di previdenza complementare o integrativa, un'assicurazione sulla vita che voglia assolvere ad un bisogno di sicurezza circa le proprie disponibilità economiche future, guarda comunque ad orizzonti temporali ben maggiori, per i quali l'assicurato ritiene di non poter fare previsioni.

finanziariamente un capitale, non più soltanto di assicurare un rischio<sup>277</sup>. Se allo stesso tempo la causa deve giustificare il contratto nei confronti delle parti e nei confronti dell'ordinamento giuridico, data la duplice funzione svolta dai contratti linked, quella previdenziale e quella di investimento finanziario, perché soddisfano l'esigenza di disporre di prodotti flessibili e di maggior rendimento; allora si deve concludere che le polizze index-linked, nonostante l'atipicità della forma, risultano meritevoli di tutela e rimangono caratterizzate da una causa mista<sup>278</sup>. Si potrà misurare la prevalenza dell'una o dell'altra componente in base alla percentuale del premio che l'assicuratore si impegna a investire in obbligazioni, rispetto alla parte impiegata nell'acquisto di opzioni: poiché è la prima che fornisce la garanzia di un rendimento minimo, è anche quella che svolge la funzione previdenziale e se maggiore, sarà chiaro indice della prevalenza della causa previdenziale su quella di investimento.

L'indagine sulla natura delle polizze index-linked ci ha portato a riflessioni che erano già state accennate in sede di primo esame dei contratti, poi confermate in parte dall'esame della normativa ed infine condivise da parte della giurisprudenza di merito. Tuttavia,

---

<sup>277</sup> Tardivo, *Polizze unit linked e index linked: la causa del contratto*, Rivista Amministrativa della Repubblica Italiana 2002, f.1-2, 2, p. 93.

<sup>278</sup> Tardivo, *cit.*, 110.

rimane la consapevolezza della provvisorietà di una tale impostazione.

Anche in virtù dell'incessante rinnovamento delle leggi in materia, sia sotto il profilo della normativa primaria, che di quella secondaria, le polizze di assicurazione sulla vita index-linked sono destinate a conoscere ulteriori modificazioni, alcune delle quali possono essere intuite già in questa sede.



## CAPITOLO VIII

### CONCLUSIONI

#### *1. Il ruolo della causa*

Il primo carattere dell'evoluzione storica, anche italiana, del diritto delle assicurazioni è il suo legame con le esigenze del mercato: *"l'apparato terminologico e concettuale che ne costituisce l'ossatura non deriva da una geometrica elaborazione di una trama dogmatica, come è avvenuto per il diritto civile, ma, al pari di ogni altro settore imputato per convenzione all'area del diritto commerciale, ha seguito, piuttosto che non anticipato, l'evoluzione dei mercati, ed i giuristi hanno finito per 'adattare' le regole giuridiche alle esigenze della prassi, piuttosto che non innovare o promuovere le forme giuridiche"*<sup>279</sup>.

Ogni contratto produce due distinti ordini di effetti, quelli voluti dalle parti e quelli previsti dalla legge. I primi pongono problemi di interpretazione, circa la corretta volontà delle parti; i

---

<sup>279</sup> Alpa, *Introduzione*, in Alpa (a cura di), *Le assicurazioni private*, Torino, 2006, 13.

secondi determinano questioni di qualificazione del contratto, per la sussunzione nella tipologia più omologa tra quelle previste dall'ordinamento, al fine di applicarne la relativa disciplina<sup>280</sup>. Il secondo ordine di problemi porta alla necessità di individuare la causa dell'accordo e in base ad essa il tipo contrattuale. Un compito parimenti svolto dalla dottrina e dalla giurisprudenza, le cui soluzioni sono però passibili di essere sostituite senza possibilità di appello, da una singola norma di legge: *"nel mondo del diritto la potenza del legislatore è talmente devastante da essere in grado, con una sola norma, di mandare al macero intere biblioteche"*<sup>281</sup>. In fondo è quello che è successo con le polizze index-linked.

Mentre i primi due formanti tentavano di dirimere la matassa che vedeva intrecciati i tipici prodotti finanziari<sup>282</sup> e le polizze di assicurazione sulla vita<sup>283</sup>, il terzo è intervenuto estendendo l'applicabilità del TUF<sup>284</sup> anche ai contraenti di polizze caratterizzate da importanti profili finanziari, quali le polizze linked e i contratti di capitalizzazione; e allo stesso tempo, ha individuato in alcuni tipi di assicurazione, strumenti idonei a perseguire finalità di previdenza

---

<sup>280</sup> Rossetti, *Polizze "linked" e tutela della assicurato*, Assicurazioni, 2002, I, 223.

<sup>281</sup> Kirchmann, *La mancanza di valore della giurisprudenza come scienza*, traduzione italiana a cura di Frezza, in *Kirchmann e Wolff, il valore scientifico della giurisprudenza*, Milano, 1964, p. 18.

<sup>282</sup> Caratterizzati dal rischio di investimento a carico di risparmiatori mossi da finalità di incremento del capitale.

<sup>283</sup> Connotate dall'accollo del rischio di investimento e di performance da parte di un imprenditore, che si impegnava a garantire il pagamento di somme certe e incrementate a soggetti desiderosi di provvedere a bisogni futuri ed eventuali.

<sup>284</sup> Si legga "la tutela del risparmiatore".



integrativa. Cosicché, dove si cercava di distinguere polizze tradizionali e polizze finanziarie, ci si è ritrovati di fronte ad una moltiplicazione del problema; ovvero, si è dovuto prendere atto che ci sarebbero assicurazioni sulla vita con una causa “più previdenziale” di altre. Sembra quasi che la causa come istituto stia perdendo il proprio ruolo, in un ordinamento che, sempre più spinto (sotto l'egida del diritto comunitario<sup>285</sup>) a convergere verso un sistema transfrontaliero (dalla non ancora meglio specificata identità), accetta sempre più spesso le istanze del mercato, rilasciando normative caratterizzate dai soli profili effettuali, a prescindere dalla struttura della fattispecie. In tal senso si segnalano i Principles of European Contract Law, redatti dalla Commissione Lando, che hanno esplicitamente scelto di non menzionare la causa in relazione alla nozione di contratto, di tal ché ne risulta un accordo che fa a meno sia della "causa" di *civil law*, che della "consideration" di *common law*<sup>286</sup>. Ciononostante, la causa può ancora svolgere un

---

<sup>285</sup> Nonché dai Principles of European Insurance Contract Law. Si veda [www.restatement.info](http://www.restatement.info) per la bozza del Common Frame of Reference. Sull'argomento si torna più avanti nel testo.

<sup>286</sup> Castronovo, nella prefazione all'edizione italiana dei PEICL (in Principi di diritto europeo dei contratti, Milano, 2001, XXIV) sottolinea che la rinuncia ai due elementi sembra essere stata dettata dalla estrema problematicità che le ha sempre caratterizzate. La radicalità della scelta ha preso le mosse dalla constatazione che vi sono casi in cui la causa non è necessaria ed altri in cui la *consideration* è solo fittiziamente riconosciuta, anche se di fatto assente (quale ossequio alla tradizione). Anche nel nostro ordinamento, "*nel momento in cui la forma, se è quella imposta dalla legge, è sovrastrutturale e l'oggetto necessariamente annega nell'accordo, che non è pensabile senza di esso, gli elementi previsti dall'art. 1325, e per ultima la causa, mostrano di essersi dissolti lasciando un osso di seppia: l'accordo della parti*". Per alcune classiche considerazioni sulla causa del contratto,

ruolo importante: “un ruolo didascalico-sistematico (...) in quanto ragione giustificativa dell’operazione economica, è un elemento logico-strutturale della veste giuridica in cui l’operazione è calata”<sup>287</sup>.

I contratti di assicurazione sulla vita hanno svolto tradizionalmente la funzione di offrire la sicurezza di poter disporre di una determinata somma in un preciso momento della propria esistenza per le esigenze che ad esso si accompagnassero: lasciare mezzi sufficienti ai congiunti del *de cuius* o disporre di congrue sostanze al raggiungimento di una data età.

Se si tratti di risarcire un danno, di far fronte ad un bisogno eventuale o semplicemente di ottenere un incremento patrimoniale, è una questione che non è ancora possibile risolvere.

Risulta ugualmente chiaro, che un contratto che espone al rischio di non veder incrementato il capitale corrisposto o di vederlo addirittura azzerato, non possiede connotazioni tradizionalmente assicurative o previdenziali; sia anche solo perché invece di mettere il contraente al riparo da un rischio, piuttosto ve lo espone. Allora, esaltare la componente finanziaria (e, quindi, rischiosa) di un accordo che dai rischi dovrebbe mettere al riparo, sembra circostanza sufficiente per decretare il definitivo allontanamento dal

---

si rimanda con l'A., tra gli altri, a Giorgianni, *Causa (dir.priv.)*, in Enc.dir., VI; Milano, 1960, 547; Sacco, *Il contratto*, in *Trattato dir. civ. dir.* da F. Vassalli, Torino, 1975.

<sup>287</sup> Alpa, *I contratti in generale*, I, 513, in Gabrielli (a cura di), “*Trattato dei contratti*” diretto da Rescigno, Torino, 1999.

contratto di assicurazione come è stato tipizzato nel nostro ordinamento.

L'intervento dell'Isvap ha sicuramente avuto un significato sistematico, oltre che pragmatico; ma si è forse risolto più in un restauro di facciata, che non in una vera e propria ristrutturazione. Nonostante la componente finanziaria sia ridotta, il contratto linked è ancora sottoposto alla normativa sull'intermediazione finanziaria: ciò significa che non sono venute meno le esigenze di tutela individuate dal legislatore. Ed allora, se non è sempre possibile risalire dalla causa alla disciplina, si può azzardare a discendere dalla disciplina alla causa: se è normativamente prevista l'applicazione delle regole che tutelano l'investitore, significa che il sottoscrittore di una polizza index-linked non è un assicurato.

Se la causa ha ancora una funzione didascalico-sistematica e se il presente lavoro ha consentito di conoscere meglio l'articolata struttura delle polizze index-linked, si può tentare di definirne un'ultima volta la funzione economico-sociale o economico-individuale, in funzione di un'ipotesi di sviluppo normativo.

## *2. Tensioni causali*

Il sottoscrittore di una polizza index-linked, ad oggi, si vede offrire una formula di investimento in obbligazioni strutturate (zero

coupon e opzioni su indici) idonei a ottenere incrementi del capitale versato, dipendenti dall'andamento di un indice di borsa. Ciò comporta l'esposizione ad una parte del rischio di investimento supportato dall'assicuratore, mentre l'assicurato rimane indenne da ogni conseguenza negativa dell'avverarsi del rischio di controparte. La somma che verrà corrisposta, è variamente parametrata e di solito riconosce il rimborso del capitale investito al netto di spese e oneri finanziari (talora con riconoscimento di cedole annuali): è prevista, altresì, una copertura per il rischio demografico concernente il caso morte, in cui il pagamento del premio è variamente parametrato, anche in dipendenza dell'età dell'assicurato al momento del decesso.

La funzione di un accordo così stigmatizzato, nonostante la tecnica assicurativa inerente il calcolo attuariale, rimane comunque incentrato su una formula di investimento in un indice di mercato: non si fa riferimento ad uno strumento preciso, ma alle caratteristiche che l'attivo da acquistare a copertura degli impegni dovrà avere. Il recupero dei caratteri assicurativi, più che funzionale alla restaurazione della causa previdenziale, sembra più diretto a restituire il nome di "assicurazione" ad uno schema che non ne possedeva più alcun tratto. Tuttavia, i connotati assicurativi sono talmente residuali (si pensi al limite temporale di circa cinque anni), che la funzione del contratto non può dirsi (almeno principalmente)

previdenziale, ma rimane una funzione di investimento (per quanto assistito da tutele assicurative). Invece che un prodotto assicurativo-finanziario, un prodotto finanziario-assicurativo.

In ogni caso, non è possibile parlare della creazione di un nuovo tipo contrattuale, nemmeno socialmente (se non legislativamente): non sembra potersi attribuire una nuova funzione a questo accordo, che è rimasto a lungo sul confine tra due territori a tratti inconciliabili. Un dato che si può dire accertato è proprio l'impermeabilità tra le componenti (assicurativa e finanziaria) che caratterizzano le nuove polizze: per quanto l'una prevalessse sull'altra, il contratto non ha mai svolto una funzione diversa da quella tipica dei settori coinvolti. Si è attuata, in vari gradi, quella che potremmo definire una "tensione causale".

La prassi contrattuale non ha saputo definire la funzione attribuita alle polizze index-linked, inizialmente offerte come assicurazioni sulla vita con ampi margini di guadagno, successivamente rivelatesi investimenti finanziari con alti rischi di perdita. La dottrina predominante ha parlato di una causa mista, ma più lungimirante è stata la giurisprudenza che ha spesso escluso la natura assicurativa dell'accordo: dove questa era solo l'etichetta attribuita al fine di godere dei vantaggi della disciplina del relativo settore.

Ed in ciò si conferma l'atrofizzazione della causa assicurativa,

che è stata ridotta a mero nominalismo, funzionale a consentire il richiamo di una disciplina per fonte contrattuale. La natura assicurativa era mero effetto della disciplina richiamata dalle parti. Il legislatore delegato è intervenuto per ridare un contenuto a questo richiamo, in definitiva per giustificarlo.

I punti su cui si è deciso di intervenire hanno riguardato sostanzialmente la tecnica assicurativa: da un lato, l'impossibilità di investire in attivi identici a quelli cui era collegato il rendimento della polizza, ma solo in prodotti simili per consentirne la sostituibilità; dall'altro, la necessaria influenza del calcolo attuariale nella determinazione delle prestazioni assicurative. In sostanza, l'istituto di vigilanza ha imposto alle compagnie di assicurazione di confezionare i prodotti index-linked secondo le medesime modalità degli altri contratti di assicurazione sulla vita: ciò che non ha un immediato riflesso sulla funzione del contratto.

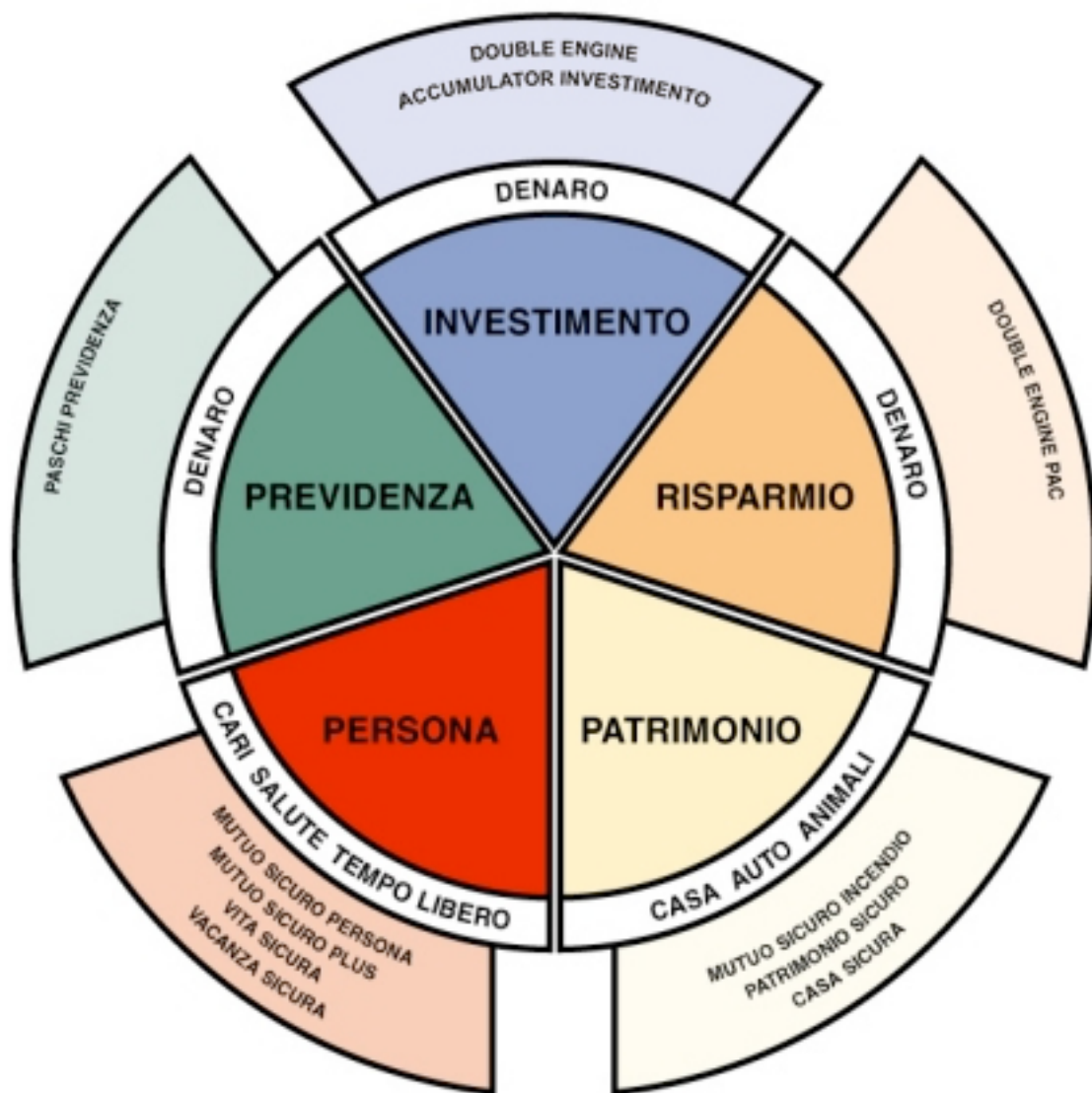
La recente disciplina di settore ha inciso sulla funzione del contratto nel senso di limitarne l'effetto di trasferimento dei rischi a carico dell'assicurato, ma non è intervenuta su altre parti dell'accordo, che rappresentano un maggiore indice della funzione previdenziale attribuita all'assicurazione sulla vita: per esempio il limitato arco temporale. La polizza "TB GROWTH 96 Double Performance 2017", indica una durata fissa del contratto di 6 anni, 4 mesi e 4 giorni, compresa tra una precisa data di decorrenza

(27.09.2010) e un precisa data di scadenza (01.02.2017): è facile intuire come tali termini di efficacia siano legati all'emissione di precisi strumenti finanziari, pur se vengono menzionati solo nella loro composizione<sup>288</sup>: è la stessa Axa Mps Financial a dichiarare nel proprio sito che *"Il contratto ha una durata variabile a seconda delle emissioni"*. La causa di previdenza, che secondo il recente insegnamento della Corte di cassazione, dovrebbe connotare l'assicurazione sulla vita (almeno nel caso vita), non sembra ancora reintegrata negli schemi della prassi. Una prassi in cui si ritrova una poliedricità dei contratti di assicurazione, le cui funzioni possono essere meglio indagate, se ci rivolgiamo ancora al sito della Axa Mps, nella sezione "Per te e la tua famiglia", in cui si legge: *"Una ricca gamma di soluzioni assicurative semplici, performanti e innovative è a tua disposizione per rispondere alle tue esigenze di protezione della Persona, della Famiglia e del Patrimonio"*<sup>289</sup>.

---

<sup>288</sup> Altrettanto si può leggere nel prospetto d'offerta, in cui l'arco temporale può variare tra due limiti, con data iniziale vincolata al 22 luglio 2010. Il "Programma Garantito Quarzo", di come descritto nel Capitolo II, riporta solo le componenti in cui si intende investire, non individuando precisi strumenti come prima del 2009.

<sup>289</sup> Fatte sempre salve modifiche successive, l'immagine è rinvenibile all'indirizzo: <http://www.axa-mps.it/PerTeFamiglia/Pagine/index.aspx>.



La parte alta del grafico contiene l'offerta di prodotti vita: "previdenza", "investimento", "risparmio" possono essere letti come le funzioni dei contratti che vengono proposti. La polizza "TB GROWTH" viene proposta nel settore "Risparmio/Denaro"; nel settore "Previdenza/Denaro" ritroviamo piano di pensione integrativa. Non sono le intenzioni delle parti e i termini da queste usate nell'accordo, a definire la natura del medesimo: e tuttavia, se



ne può comunque dedurre un interessante indizio sulle funzioni che gli operatori del settore attribuiscono alla propria offerta. E finalmente trarre alcune conclusioni.

### *3. La causa delle polizze index-linked*

Alla luce di quanto fin qui esaminato, si conclude che le polizze di assicurazione sulla vita index-linked, nonostante la reintroduzione di tecniche di gestione atte a ridurre i rischi traslati sull'assicuratore, non integra funzioni specificatamente previdenziali, né più genericamente di assicurazione di eventi attinenti la vita umana. Esse integrano, piuttosto, un contratto di investimento, garantito dall'applicazione di tutele tipiche dei contratti di assicurazione, applicate per fonte consensuale. Un elemento assicurativo che appare più riconducibile alla tutela dell'investimento, che non della vita dell'assicurato. Proprio la tutela del risparmio investito giustifica l'applicazione del T.U.F. - che dovrebbe operare anche per la distribuzione tramite intermediari assicurativi, nonostante le tutele già presenti nel relativo settore - in tale direzione è auspicabile siano diretti gli sforzi delle autorità di vigilanza<sup>290</sup>.

---

<sup>290</sup> La questione assume il valore di indice di un problema più ampio, in parte accennato in alcuni passaggi: il livello di compenetrazione tra settore finanziario e settore assicurativo. Si può assumere che le polizze index-linked siano la punta di un iceberg in gran parte sommerso nelle dinamiche di un mercato sempre più

Non si tratterebbe del primo contratto di natura non prettamente assicurativa, che rientra nell'attività tipica delle imprese di assicurazione: il ramo V ne è il primo e più chiaro esempio. Tuttavia, si dovrebbe intervenire sulle definizioni contenute nel C.A.P., dove le polizze del ramo III sono ancora indicate in riferimento ai precedenti due rami. La soluzione, che può apparire radicale, risponderebbe alle istanze di tutela di un soggetto che si potrebbe correttamente definire "investitore assicurato". Come veniva già indicato nelle note informative dei prodotti esaminati, l'unico vero "caso" assicurato è l'evento morte; per l'ipotesi di sopravvivenza sembra più che altro approntarsi una garanzia dell'investimento, promettendo la restituzione del capitale investito e alcuni aleatori margini percentuali variamente determinati in base alle rilevazioni del valore dell'indice prescelto. D'altronde, se la causa deve svolgere la funzione sistematica che le è propria, l'individuazione della causa di investimento o finanziaria deve condurre a spostare il prodotto nell'area normativa rispetto alla quale manifesta maggiori affinità. Questa potrebbe, altresì, essere la motivazione che ha portato ad estendere la tutela del T.U.F. ai contratti del ramo V, in cui il capitale gode di maggiori tutele e

---

imbrigliato di regole e sempre più restio a sopportarne i vincoli. La soluzione definitiva è contenuta in un intervento davvero "sistematico", volto a chiarire e normare tali dinamiche a livello di sistema; la tecnica fin'ora impiegata, di singoli interventi mirati a risolvere questioni particolari, non riesce sempre nel proprio intento e risulta talora peggiore del male. Ne sia una dimostrazione la questione sorta attorno all'art. 100-bis del T.U.F..

garanzie derivanti dalla struttura tipizzata nel codice civile. In questa sede, si può forse considerare che i contratti che non rivestono profili immediatamente assicurativi, stiano vivendo una lenta e inesorabile transizione verso altri settori dell'ordinamento, con i quali hanno maggiori affinità: domani non si parlerà più di "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione", ma di "prodotti di assicurazione emessi da imprese di investimento".

#### ***4. I PEICL***

La soluzione dei problemi interpretativi nella direzione di una migliore sistematizzazione della materia, risponde ad istanze che con sempre maggiore intensità arrivano dal contesto comunitario. Probabilmente, laddove non sarà possibile omologare istituti e discipline a livello nazionale, saranno provvedimenti europei ad imporre una nuova sistemazione delle materie. Non necessariamente di natura pubblicistica.

Presso l'istituto di *civil law* dell'Università di Innsbruck, con il supporto del Comitato Economico e Sociale Europeo, è stato costituito il gruppo di lavoro sul "*Restatement of European Insurance Contract Law*"<sup>291</sup>. Sulla base della consolidata esperienza dei "*Principles of European Contract Law*" della commissione Lando, il

---

<sup>291</sup> Costituito dal Prof. Fritz Reichert Facilides e presieduto dal Prof. Helmut Heiss.

gruppo ha presentato nel 2007 la bozza di un *common frame of reference* (CFR)<sup>292</sup>, la cui importanza a livello comunitario sembra essere altrettanto consolidata<sup>293</sup>.

Nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 21.01.2011 è stato pubblicato il "*Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema «Il 28° regime — un'alternativa per legiferare meno a livello comunitario» (parere d'iniziativa)*", con cui il CESE porta avanti la proposta di introdurre accanto a quello nazionale, un secondo regime di diritto privato, su base consensuale: " 3.1.4. Un «2° regime<sup>294</sup>» di questo tipo potrebbe essere utilizzato dalle parti per effettuare transazioni commerciali in tutta l'Unione europea. In tal modo, le parti contraenti non dovrebbero tenere conto dei regimi normativi interni dei 27

---

<sup>292</sup> Il testo della bozza è consultabile sul sito [www.restatement.info](http://www.restatement.info) nella traduzione di Cerini e Nitti.

<sup>293</sup> Oltre che dal parere del CESE di cui *infra*, la conferma viene anche dalla risposta alla interrogazione scritta P-1183/10, dell'8 marzo 2010, della deputata Diane Wallis: la quale aveva chiesto di conoscere le modalità con cui la Commissione, finanziatrice del progetto PEICL, intendeva sfruttare il recente risultato di quell'investimento e se esso potesse risultare utile per la rete FIN-NET (la rete comunitaria di risoluzione stragiudiziale delle controversie finanziarie transnazionali). La Commissione, con risposta del 19 aprile, ha confermato che i PEICL costituiscono un utile strumento di riferimento da utilizzare nelle future proposte legislative come una via per garantire la coerenza della legislazione nel settore dei servizi finanziari e, di conseguenza, migliorarne il mercato unico. Tuttavia, per ragioni giuridiche e tecniche, non sembra opportuno farne uno strumento obbligatorio. Altrettanto utili possono dimostrarsi in ambito FIN-NET, a condizione che rispettino le normative interne.

<sup>294</sup> L'espressione viene così motivata in due precedenti paragrafi del parere: "3.1.2 *Benché comunemente utilizzata in diversi documenti delle istituzioni UE e nella maggior parte degli articoli pubblicati sul tema, l'espressione «28° regime» può tuttavia risultare in una certa misura fuorviante: tale regime, infatti, potrebbe essere considerato come un regime di diritto «straniero» in contrapposizione ai 27 diritti contrattuali «nazionali» degli Stati membri, che potrebbero essere considerati come altrettanti regimi nazionali. / 3.1.3 Sembra quindi più opportuno parlare di un «2° regime» (5) di diritto privato in tutti gli Stati membri.*

Stati membri, ma potrebbero basare le loro transazioni su un regime comune europeo di diritto privato. Ciò sarebbe utile poiché nessuna delle due parti contraenti si vedrebbe costretta ad accettare l'applicazione di una normativa che giudichi «straniera». Dopo aver ulteriormente motivato i vantaggi dell'introduzione di un secondo regime nazionale di diritto privato per settori di interesse particolare, come i contratti di assicurazione<sup>295</sup>, si propone uno schema del nuovo strumento, avvertendo che "La proposta qui presentata si basa sul modello dei «Principi di diritto contrattuale assicurativo europeo» (PEICL) e formerà oggetto di ulteriori discussioni"<sup>296</sup>.

Nella bozza del CFR dei PEICL, il contratto di assicurazione è descritto in generale dall'art. 1:201 nei seguenti termini: "(1)Per "Contratto di assicurazione" si intende un contratto in base al quale una parte, l'assicuratore, promette ad un'altra parte, il contraente-assicurato, la copertura contro un rischio specificato in cambio del premio; (2)Per "Evento assicurato" si intende la verifica del rischio specificato nel contratto di assicurazione; (3)Per "Assicurazione indennitaria" si intende l'assicurazione in base alla quale l'assicuratore è obbligato a indennizzare il danno sofferto nell'ipotesi di accadimento dell'evento assicurato; (4)Per "Assicurazione a somma fissa" si intende l'assicurazione in base alla quale

---

<sup>295</sup> Al paragrafo 3.1.5. fa riferimento ai "settori in cui il diritto internazionale privato (Roma I) vieta o limita l'esercizio del diritto delle parti alla libera scelta della legge applicabile", tra cui rientrano i "contratti di assicurazione (articolo 7, Roma I)".

<sup>296</sup> Nota 12.

*l'assicuratore è obbligato a pagare una somma fissa di denaro nell'ipotesi di accadimento dell'evento assicurato".*

Si tratta, come si vede, di una definizione forse più unitaria rispetto a quella del nostro codice, ma non risolutiva del conflitto da questa generato: anche se sembra propensa ad accogliere le istanze della teoria indennitaria, la distinzione tra "assicurazione indennitaria" e "assicurazione a somma fissa" (pur riferita al momento del pagamento) sembra richiamare il dualismo del nostro art. 1882 c.c..

## **5. Conclusioni**

A proposito del diritto delle assicurazioni è stato detto che: "(...) questo vasto e fondamentale settore della vita economica sembra quasi ribellarsi ai tentativi di ricondurre la sua disciplina ai consueti schemi in cui (...) pur si adagiano o si adattano la maggior parte degli altri rapporti di natura contrattuale. La materia (...) sembra quasi sfuggire dalle mani dell'interprete ed assai spesso avviene che il dubbio costituisca non il punto di partenza, ma quello di arrivo delle sue riflessioni (...)”<sup>297</sup>.

Nonostante le conclusioni che si è cercato di dare all'esito della trattazione, l'unica vera certezza che rimane è il dubbio, anche alla luce dei nuovi propositi comunitari. L'esigenza di principi assoluti

---

<sup>297</sup> Fanelli, *Premessa* al volume "Le Assicurazioni", p.3, in Trattato di diritto civile e commerciale, a cura di Cicu e Messineo, Vol.XXXVI, t. I., Milano, 1973.

cui poter fare riferimento nei rapidi mutamenti della prassi contrattuale, sembra richiamare la necessità di istituti capaci di adattarsi alle diverse forme dettate dalle mutevolezza delle dinamiche sociali. Una caratteristica che sembra essere ontologica al *common law*, un ordinamento estremamente legato alle esigenze mercantili, nato dall'esperienza; più distante, invece, il sistema di *civil law*, sviluppatosi attorno all'individuazione di istituti e principi astratti, derivati dallo studio di antiche fonti. Il futuro diritto europeo dovrà essere in grado di farsi sintesi delle migliori qualità di entrambi: un sistema di regole flessibili, facilmente integrabile da nuove fattispecie, incardinato a principi che garantiscano l'identità dell'ordinamento. Nel cammino intrapreso, la partita sembra pendere dal lato del *common law*: nel corso del lavoro, abbiamo visto come la disciplina dell'intermediazione finanziaria, sotto la spinta delle direttive comunitarie, abbia aggirato il problema dell'individuazione della causa e della fattispecie, andando a delineare l'esigenza di tutela da cui far discendere la disciplina più efficace.

Le polizze index-linked rappresentano, da questo punto di vista, un'ottima cartina di tornasole dei più ampi problemi che attraversano i sistemi giuridici europei del XXI secolo. I tradizionali istituti giuridici, pur nella flessibilità e nella lungimiranza dei loro redattori, soffrono della rapidità con cui cambiano gli schemi che li

dovrebbero rappresentare; mutazioni tali da creare chimere in cui sono appena distinguibili le forme originarie da cui sono state create. Il dato che rimane immutabile e chiaramente individuabile è l'interesse di determinate categorie dei soggetti che a questi strumenti hanno accesso. Partire dalla tutela, per risalire alla disciplina, può allora in quest'ottica risultare davvero la soluzione più sicura per normare una fattispecie.



# BIBLIOGRAFIA

## *Bibliografia*

- Aicardi, Pompella, *Innovazione, strategie ed esperienze nel settore assicurativo*, Giappichelli, 2007
- Alpa, *Le assicurazioni private*, Torino, 2006
- Alpa (a cura di), *Le assicurazioni private*, Torino, 2006
- Arena, *Spunti sulla clausola di adeguamento nell'assicurazione sulla vita*, Studi in onore di Donati, 1970
- Ascarelli, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, in Ascarelli, *Studi Giuridici*, Milano, 1949
- Assicurazioni Generali, *L'assicurazione sulla vita*, Treviso, 1981
- Bazzani, *Index-linked e Unit Linked*, Sperling e Kupfer, 1997
- Bugiolacchi, *Assicurazione sulla vita: Introduzione. La natura del contratto ed il rischio assicurato*, Torino, 2006
- Buonocore (a cura di), *I prodotti finanziari bancari e assicurativi*, Milano, 2008
- Buttaro, *Assicurazione (in generale)*, Enc.Dir., Milano, 1958, III, 427
- Buttaro, *Assicurazione (contratto di)*, Enc.Dir., Milano, 1958, III, 455
- Buttaro Luca, *Del Gioco della scommessa*, Comm.Cod. Scialoja-Branca, 4, art 1933-35
- Buttaro Luca, *L'interesse nell'assicurazione*, 1954
- Carozzi, *Polizze vita a contenuto finanziario*, in I Nuovi Cont. nella prassi civile e comm., XXI - Assicurazioni
- Cassandro, (voce) *Assicurazioni (storia)*, Enc.Dir., Vol III., Milano, 1958, 419
- Castronovo (a cura di), *Principi di diritto europeo dei contratti*, Milano, 2001
- Castronovo, Mazzamuto (a cura di), *Manuale di diritto privato europeo*, Milano, 2007

Cerini, *Assicurazione e garanzia del credito*, Milano, 2003

Chiarlo, *Il mercato dell'assicurazione danni*, Padova, 2003

Corinti e Cucinotta, *Le polizze index-linked e unit-linked*, Quaderni Isvap n.5, 1999

DEA, *L'Asset Liability Management nelle Imprese di assicurazione*, Milano, 2002

Maccheroni (a cura di), *Longevità , genetica e assicurazione*, Milano, 2001

Donati, *Trattato di diritto delle assicurazioni private*, Milano, 1956

Donato Candian, Paci, *Manuale di tecnica delle assicurazioni*, Milano, 2002

Ferro Luzzi, Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Commentario, Milano, 1996

Gambino, *Assicurazione, contratto di assicurazione*, Enc.Giur., Roma, 1988

Granieri, *Il tempo e il diritto*, Milano, 2007

John Sloman, *Elementi di economia*, Bologna, 2000

La Torre, *Le Assicurazioni*, 1988

La Torre (a cura di), *Le Assicurazioni in Le Fonti del Diritto Italiano*, Milano, 2000

Liera, *Tutti gli strumenti del risparmio*, Schroders, 2007

Longo, *L'impresa di assicurazione sulla vita come istituzione finanziaria*,  
 Studi in onore di Donati, 1970

Miola, *Il Risparmio Assicurativo*, Napoli, 1988

Misani, *Il risk managment fra assicurazione e finanza*, Egea, 1999

Monti, *Buona fede e assicurazione* , Giuffrè, 2002

Peccenini, *L'assicurazione*, Trattato di diritto privato diretto da P.Rescigno, 1985, 13

Romano Claudio, *La gestione del rischio di catastrofe attraverso il mercato dei capitali*,  
 Mondo Bancario, 1999, n.4

Rossetti, *Caratteri generali del contratto di assicurazione*, Torino, 2006

Sacerdoti, *Assicurazioni e prodotti finanziari*, Milano, 2000

Santoro Passarelli, *Assicurazione sulla vita e svalutazione monetaria*, Studi in onore di Donati,  
 1970

Scalfi, *L'Assicurazione tra rischio e finanza*, Milano, 1999

Spuler, *Liability and liability insurance: yesterday, today, tomorrow*, SwissRe, 2001

## **Periodici**

AAVV, *Indagine conoscitiva dell'Antitrust su banche e assicurazioni*, Assicurazioni, 2007, 537

AAVV, *Il settore assicurativo nella relazione della Banca d'Italia*, Assicurazioni, 2007, 541

AAVV, *Unit Linked: i risultati a tutto giugno 2007*, AssiNews, 2007, 180, ottobre, 50

AAVV, *Bancassurance: Italia e Francia a confronto*, AssiNews, 2007, n.173, febbraio, 54

AAVV, *Vita: un 2006 da dimenticare*, AssiNews, 2007, n.181, novembre, 18

Ascarelli, *Elisir di lunga vita e interesse nell'assicurazione*, Riv.Trim.Dir.Proc.Civ., 1952, 1146

Battistig, intervento al convegno "*Impresa assicurativa e gestioni patrimoniali*", Assicurazioni, 1986

Bechi, Palmieri, *Polizze index linked e tutela (individuale e collettiva) dei sottoscrittori*,

Foro Italiano, 2010, "5,1644"

Bin, *Il 'prodotto misto' assicurativo finanziario*, Assicurazioni, 1988, I, 351

Bin, *Autorità indipendenti? Il caso Isvap*, Riv.Trim.Dir.Proc.Civ., 1997, 329

Boiti, *Assicurazione sulla vita e rendita vitalizia come negozi transmorte*, Vita Notarile, 2006

Bruno, *Contratti finanziari atipici e giudizio di utilità e meritevolezza sociale*, I Contratti, 2008, 1, p.62

Bruno, Rozzi, *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, Giur.Comm., 2008, I, 276

Candian, e *Il nuovo codice delle assicurazioni e la disciplina civilistica del contratto di assicurazione: tendenze e resistenze*, Contratto e Impresa, 2006,

Capriglione, "*Prodotti*" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?,

Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2008, p.20

Carlevale, *I prodotti finanziari assicurativi*, Assicurazioni, 2007, 4, I, 651

Carriero, *Mifid, attività assicurativa, autorità di vigilanza*, Dir.Banc.Merc.Fin., 2008, 425

Carriero Giuseppe, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*,

- Società, 2009, 7, 813
- Cerini, *Nuovo step verso l'integrazione del mercato finanziario e assicurativo, ecc.*, Dir.Ec.Ass, 2001, 781
- Cerini, *Diritto del contratto di assicurazione e diritto europeo*, Dir.Ec.Ass, 2008, 787
- Chiarlo, *Il commercio elettronico dei servizi assicurativi*, Assicurazioni, 2002, I, 381
- Clemente, *La bancassicurazione nel Codice delle Assicurazioni*, Dir.Ec.Ass, 2007, 25
- Corrias, *I contratti di assicurazione dei rami vita nel nuovo codice delle assicurazioni*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2008, n.1, p.223
- Corrias, *In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell'ISVAP*, Resp. Civ. e Prev., 2008, f.5, p.997
- Corrias, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, Riv. Dir. Civ., 2009, n.1, 89
- Corvese, *La pubblicità dei prodotti assicurativi: un tentativo di ricostruzione della disciplina*, Resp. Civ. e Prev., 2010, 10, 2130
- Corvino e Roberti, *La nuova normativa in tema di prodotti assicurativi index linked: presupposti e principali innovazioni*, Dir.Ec.Ass, 2010, 2, 297
- Costa, *Pubblicità ingannevole e polizze index linked*, Dir.Ec.Ass, 2000, 3, 901
- Cucinotta, *Il commercio elettronico dei servizi assicurativi*, Assicurazioni, 2002, I, 121
- De Poli, *Trasparenza assicurativa e nota informativa nel nuovo codice delle assicurazioni*, Riv.Dir. Civ., 2008, 1, 17
- Di Fonzo, *Assicurazioni e internet: realtà attuale e prospettive future*, Dir.Ec.Ass, 2001, 2, 323
- Fabiano, *Natura giuridica e disciplina delle polizze unit linkd prima e dopo la riforma del t.u.f.*, N.Giur.Civ.Comm., 2009, 2, 138
- Fanelli, *Assicurazione sulla vita intermediazione finanziaria*, Assicurazioni, 1986, I, 181
- Fanelli, *Assicurazioni sulla vita (voce)*, Novissimo Digesto Italiano, I, 2, p.1378
- Ferrari, *La funzione previdenziale fra diritto pubblico e diritto privato*, Foro It., 2008, 1, 1434

Ferro Luzzi, *Attività e prodotti finanziari*, Riv. Dir. Civ., 2010, II, 133

Franza Enea, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, Contratti, 2009, 1, 74

Frati, *Cosa sta succedendo alla bancassicurazione in Italia*, AssiNews, 2008, n.185, marzo, 36

Galgano, *Il "prodotto misto" assicurativo finanziario*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, 1988, I, 91

Gambino, *Finalità e tendenze attuali dell'assicurazione vita*, Assicurazioni, 1985, I, 475

Gambino, *Mercato finanziario, attività assicurative e risparmio previdenziale*,  
Giur. Comm., 1989, I, 13

Gambino, *Linea di frontiera tra operazioni di assicurazione e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, Assicurazioni, 1993, 157

Gambino, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione di prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, Assicurazioni, 2007, I, 191

Gasperoni, *Contratto di assicurazione*, Nov. Dig. It., 1958, I, 2

Gobbi, *Osservazioni tra caratteri economici e caratteri giuridici dell'assicurazione*,  
Assicurazioni, 1936, I, 254

Gobio-Casali, *Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa, qualificazione giuridica e tutela informativa del risparmiatore*, Giust. Civ., 2010, II, 301

Greco, *Violazione del principio di buona fede e tutela dei sottoscrittori di polizze vita index linked*,  
Obb. Contr., 2010, 8-9, 577

Guffanti, *Commento a T. Milano sez XII 12 febbraio 2010*, Le Società, 2010, 8, 973

La Rocca, *Le sezioni unite e la dimensione evolutivamente assunta... dell'assicurazione sulla vita*,  
Foro It., 2008, f.1, 2541

La Sala, Bruno, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, Società, 2009, 6, 689

Landini, *Informativa precontrattuale e trasparenza nell'assicurazione vita*, Assicurazioni, 2007, I, 227

Lener, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, 1997, I, 327

Libonati, *Commento sub art. 12 della legge 23 marzo 1983 n. 77*, Nuove Leggi Civ. Comm., 1984, 511

Limongiello, *Lo schema di regolamento Isvap concernente la disciplina degli obblighi di informazione*,

- dell'interpello e della pubblicità dei prodotti assicurativi: luci e ombre*, Dir.Ec.Ass., 2008, 323
- Locatelli, *L'inversione dell'onere della prova nel contratto tra assicuratore e investitore*, Danno e Resp., 2007, f.7, p.731
- Longo, *Considerazioni riassuntive sul rapporto tra assicurazione vita e intermediazione finanziaria*, Assicurazioni, 1985, I, 499
- Longo, *Assicurazione vita e inflazione*, Assicurazioni, 1974, I, 531
- Luberti, *Funzione finanziaria e previdenziale dei prodotti assicurativi: riflessi in ordine alla regolamentazione e alla vigilanza*, Dir.Banc.Merc.Fin., 2008, 45
- Marano, *Il mercato unico della intermediazione assicurativa: aspirazione europee ed illusioni nazionali*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2008, 1, 175
- Miola, *Assicurazione e mercato finanziario*, Dir. e Giur., 2000, 13
- Molinari, *Il prodotto misto assicurativo finanziario*, Resp. Civ. e Prev., 1992, 297
- Niutta, *L'abrogazione dell'art. 100 co.1 lett.f) e le previsioni del nuovo art.100bis Tuf nella c.d. legge sul risparmio: ecc*, Dir.Banc.Merc.Fin., 2007, I, 11
- Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il DLgs n. 164/2007)*, Riv.Dir.Comm., 2009, I, 807
- Onza, Salamone, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2009, I, 567
- Paci, *Tipologie di offerta di copertura assicurative LTC in Italia*, Dir.Ec.Ass, 2002, f.2, p.279
- Paci-Natale, *La nuova disciplina sul capitale per le partecipazioni bancarie in imprese di assicurazione e i suoi riflessi sui modelli di bancassicurazione in Italia*, Dir.Ec.Ass, 2004, I, 1085
- Parrella, *La ripartizione del rischio finanziario nelle polizze index linked: un caso Lehman Brothers*, Le Società, 2009, I, 455
- Ricciuto, *Note in tema di clausole abusive e rischio assicurativo*, Europa e Diritto Privato, 1998, p.51
- Riva, *Nota a T.Milano sez XII 12 febbraio 2010*, Assicurazioni, 2010, 2, 378
- Rossetti, *Polizze linked e tutela dell'assicurato*, Assicurazioni, 2002, I, 233
- Rossetti, *Polizze indicizzate e sequestrabilità dell'indennizzo*, Assicurazioni, 2002, II, 165

- Rubini, *La valutazione e la gestione dei rischi di reputazione*, Dir.Ec.Ass, 1999, f.2-3, 435
- Salamone, *La nozione di strumenti finanziari*, Riv.Dir.Comm., 1998, I, 711
- Salanitro, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2009, I, 491
- Sangiovanni, *Informativa precontrattuale e norme di comportamento degli intermediari assicurativi*, I Contratti, 2009, 5, 51
- Santagata, *La soppressione dell'Isvap nei progetti di riforma delle autorità indipendenti*, Assicurazioni, 2007, I, 203
- Scalisi, *Articoli su fonti del diritto e sistema, interpretazione e diritto delle fonti europeo*, Riv.Dir.Civ, 2009, I
- Scarpa, *Natura della polizza finanziaria index linked e tutela dell'assicurato*, I Contratti, 2010, 6, 544
- Selleri, *Nuove tendenze evolutive dell'assicurazione: verso l'assifinanza?*, Dir.Ec.Ass, 1999, f.2-3, 411
- Spada, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, 1986, I, 19
- Tardivo, *Polizze unit linked e index linked: la causa del contratto*, Riv.Amm.Rep.It., 2002, f.1-2, II, 93
- Virga, *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, Contratto e Impresa, 2007, 1011
- Volpe Putzolu, *La distribuzione di prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione*, Assicurazioni, 2007, "2, I, p. 179"
- Volpe Putzolu, *Le polizze unit linked e index linked*, Assicurazioni, 2000, I, 233
- Volpe Putzolu, *Il nuovo codice delle assicurazioni*, Giornale di Dir.Amm., 2005, 12, 1249
- Volpe Putzolu, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, Giur.Comm., 1984, I, 227
- Volpe Putzolu, *L'innovazione finanziaria nel settore assicurativo*, Rass.Ec., 1987, 567
- Wagner-Koch, *Il commercio elettronico e l'industria assicurativa*, Dir.Ec.Ass., 1998, f.4, 807

## ***Siti***

[www.isvap.it](http://www.isvap.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

[www.ania.it](http://www.ania.it)