

APPROFONDIMENTI

# Le polizze unit-linked e la sussistenza del rischio demografico

Maggio 2026

Giulio Giacomo Cimini, D'Argenio Polizzi e Associati



**Giulio Giacomo Cimini**, D'Argenio Polizzi e Associati

### 1. Il mercato assicurativo-finanziario e l'emersione di strumenti ibridi

L'evoluzione del mercato assicurativo europeo, in particolare a partire da inizio millennio, ha visto l'emersione di una categoria di prodotti caratterizzati da una crescente commistione tra funzione previdenziale e componente finanziaria. In tale contesto, le tradizionali polizze vita, tipicamente strutturate mediante investimenti in gestioni separate e intese come quei contratti (ramo I) che, al verificarsi dell'evento morte o alla scadenza contrattualmente stabilita, offrivano al beneficiario un importo pre-determinato o comunque garantito, comprensivo della restituzione del capitale investito e, sovente, di un rendimento minimo, hanno progressivamente lasciato spazio a strutture ibride.

Dette strutture ibride hanno, nel tempo, assunto diversi nomi. Si parla, tra le altre, di polizze *unit-linked* (ramo III) qualora le prestazioni contrattuali risultino direttamente collegate al valore delle quote di uno o più fondi di investimento interni o esterni nei quali i premi assicurativi sono generalmente investiti. Talune altre volte detti contratti sono stati strutturati come polizze *index-linked* (sempre ramo III) se, diversamente, l'entità della prestazione dovuta dalla compagnia assicurativa risulti parametrata all'andamento di indici finanziari o di altri parametri di mercato predeterminati.<sup>1</sup>

Nel tempo si sono inserite nel panorama anche le cd. polizze multiramo (*i.e.*, commistione di sottostanti finanziari ramo I e ramo III), caratterizzate dalla combinazione, all'interno dello stesso contratto, di componenti in misura variabile a seconda del singolo contratto riconducibili sia alla gestione separata tradizionale sia a strumenti *unit-linked*.

Oggi tutte queste tipologie di prodotti vengono ricondotte nella più ampia categoria dei cosiddetti IBIPs (*insurance-based investment products*), regolata a livello unionale sia da strumenti di armonizza-

<sup>1</sup> Si veda, a mero titolo esemplificativo, la definizione contenuta in UK Government, 'HMRC Internal Manual - Insurance Policyholder Taxation Manual', consultabile al link: <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/insurance-policyholder-taxation-manual/iptm1400>. Ivi si segnala che: "(a) *unit linked* (...) *policy* is one in which the benefits are determined by reference to the value of a collection of investments which are broadly identified and to whose fortunes the return is linked. Typically, this will comprise a portfolio of equities, bonds and, perhaps, real property. *Investment linked policies*' returns may also be determined by reference to a specified investment, or to an index".

zione minima (è il caso della Direttiva IDD<sup>2</sup>, relativa a alla distribuzione di prodotti assicurativi), che da strumenti di armonizzazione massima (è il caso del Regolamento PRIIPs<sup>3</sup> concernente le informazioni chiave da fornire in merito ai prodotti di investimento ed assicurativi).

La predetta categoria di strumenti assicurativi a struttura mista, oramai consolidata nel mercato, è stata concepita per far fronte alla necessità di assicurare ai contraenti rendimenti competitivi in un contesto storico-economico caratterizzato, invece, dalla progressiva riduzione dei tassi garantiti offerti dai prodotti assicurativi tradizionali, coincisa, in alcuni frangenti di mercato, con momenti di vera e propria deflazione.<sup>4</sup> A questa necessità si è, parallelamente, unita la richiesta agli operatori di sviluppare soluzioni che riuscissero a coniugare l'efficienza allocativa dei mercati finanziari con la flessibilità ed i benefici fiscali del contenitore assicurativo, il quale consente il differimento dell'imposizione sui rendimenti, una pianificazione successoria semplificata, nonché specifiche tutele patrimoniali ed una maggiore flessibilità nella gestione del rapporto contrattuale.

Ne è derivata, quindi, una tipologia di prodotti, come le polizze *unit-linked*, oggetto qui di specifica analisi per la loro controversa natura giuridica e per gli strali che si sono nel tempo attratte da parte della Corte di Cassazione italiana. In siffatti prodotti la prestazione della compagnia assicurativa non è più preventivamente determinata, ma parametrata all'andamento di attivi sottostanti, con il conseguente trasferimento, totale o parziale, del rischio finanziario e di controparte in capo al contraente.

Come contropartita, diversamente da quanto avviene nelle più convenzionali polizze vita, quest'ultimo (o i suoi beneficiari) potrà godere di eventuali maggiorazioni per il buon andamento dei valori sotto-

<sup>2</sup> Direttiva 2016/97/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016 in materia di distribuzione assicurativa, nota con il nome di *Insurance Distribution Directive*.

<sup>3</sup> Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, nota con il nome di *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation*.

<sup>4</sup> Per una recente analisi storico-economica del tema, si veda il report Bank for International Settlements, 'Shifting landscapes: life insurance and financial stability' (Quarterly Review, 16 settembre 2024), p. 24, consultabile al link [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2409b.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2409b.pdf). Per una analisi del tema da parte delle Autorità di vigilanza europee, si rimanda, a titolo esemplificativo, a EIOPA, 'Press Release - EIOPA addresses key financial stability risks' (8 dicembre 2016), consultabile al link: [https://www.ivass.it/media/eiopa/documenti/2016/EIOPA\\_2016-12-08\\_Financial\\_Stability\\_Report.pdf](https://www.ivass.it/media/eiopa/documenti/2016/EIOPA_2016-12-08_Financial_Stability_Report.pdf).

stanti. La compagnia assicurativa, come facile intuire, in cambio della prospettiva di rendimenti potenzialmente più elevati per il contraente, finisce in ogni caso per sopportare in misura più limitata il rischio economico dell'operazione.

L'introduzione sul mercato di tali strutture ha tuttavia sollevato, nel tempo, rilevanti questioni giuridiche e regolatorie. In alcuni casi, infatti, le contrazioni di mercato hanno fatto sì che la componente di investimento finisse per prevalere in modo marcato su quella assicurativa, talvolta sostituendola a piè pari, alimentando così dubbi circa la corretta qualificazione giuridica di tali prodotti. Ne è derivato un acceso dibattito, tanto a livello europeo quanto nazionale, incentrato sull'esatto confine tra contratto assicurativo e strumento finanziario, nonché sull'adeguatezza delle tutele applicabili ai contraenti, esposti a rischi che richiederebbero un elevato grado di alfabetizzazione finanziaria, elemento spesso assente nel nostro Paese.<sup>5</sup>

È in questo quadro che si colloca la progressiva attenzione della giurisprudenza italiana, chiamata a confrontarsi, in particolare nell'ultimo ventennio, con la sfida di inquadrare giuridicamente prodotti che, distribuiti sia attraverso canali assicurativi tradizionali che bancari, sembrerebbero presentare caratteristiche funzionali sempre più vicine agli strumenti di investimento con relativa disciplina.

Ne è scaturito un vero e proprio caso che, almeno allo stato attuale, vede su fronti contrapposti, da un lato, le sezioni semplici della Corte di Cassazione e, dall'altro, la giurisprudenza di merito, più incline ad aderire alle letture della Corte di Giustizia.

Si sceglie in questa sede di adottare la più neutra locuzione di 'malinteso giurisprudenziale' in luogo di quello di malinteso istituzionale, sebbene queste letture contrastanti, a ben vedere, lungi dall'essere confinate al contenzioso giurisprudenziale, già di per sé peculiare per la nettezza ed apparente incon-

<sup>5</sup> Si vedano le osservazioni di EIOPA, 'Supervisory Statement on assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance' (30 novembre 2021), p. 6, consultabile al link: [https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2021-11/supervisory\\_statement\\_on\\_assessing\\_value\\_for\\_money\\_in\\_the\\_unit-linked\\_market.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2021-11/supervisory_statement_on_assessing_value_for_money_in_the_unit-linked_market.pdf). Il report osserva che "(u)nit-linked products require a high degree of financial literacy for customers to understand and make an informed decision on their purchase. More complex unit-linked products require a higher degree of understanding from insurance distributors. Manufacturers should be fully aware of this challenge and reflect this in their product design."

ciliabilità delle posizioni, coinvolgono, come si vedrà nel prosieguo, anche le Autorità di vigilanza, le cui competenze prudenziali e prerogative di regolamentazione si sono in più momenti sovrapposte quando non addirittura elise in radice. Ciò ha di recente portato l'IVASS, l'Autorità di supervisione sulle assicurazioni, a muoversi tra le pieghe di questo silente, ma perdurante conflitto attraverso la redazione di una bozza di regolamento in materia.

## **2. La linea di demarcazione giuridica tra prodotti assicurativi e strumenti finanziari: le origini di un persistente malinteso**

La distinzione tra contratto di assicurazione sulla vita e strumento finanziario, si sarà già intuito, non ha natura meramente teorica. Al contrario, questa incide in modo significativo sul regime applicabile. In particolare, la riconduzione di tali prodotti nell'alveo dell'assicurazione comporta l'applicazione delle tutele proprie di tale categoria, tra cui, a certe condizioni, quelle previste dall'art. 1923 c.c., che sancisce l'impignorabilità ed inesquestrabilità delle somme versate a titolo di premio assicurativo, delle somme dovute dall'assicuratore a titolo di prestazione assicurativa, oltre alla possibilità di designazione diretta dei beneficiari ed alla separazione, salvo abusi, delle prestazioni assicurative dalla massa ereditaria.

La qualificazione assume, dunque, dirimente rilevanza pratica sia sotto il profilo della protezione patrimoniale sia con riferimento alla disciplina di trasparenza e distribuzione applicabile. Dovessero, invece, le polizze *unit-linked* essere intese come meri strumenti finanziari, i vantaggi sopra esposti verrebbero meno in favore dell'applicazione della disciplina finanziaria contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF) e non più di quella assicurativa oggi contenuta nel Codice delle Assicurazioni Private (CAP). Dello stesso avviso si è mostrata la Corte di Cassazione.<sup>6</sup>

Il punto di partenza dell'analisi storico-giuridica, necessaria per comprendere il contesto attuale, è proprio rappresentato dal TUF, il quale, varato nel 1998, manteneva una netta distinzione tra prodotti finanziari e contratti assicurativi sulla vita. In particolare, l'art. 100, lett. f), nella sua formulazione originaria, escludeva espressamente dall'applicazione di talune disposizioni del TUF i prodotti finanziari emessi

<sup>6</sup> In tal senso Cass., sez. un., 31 marzo 2008, n. 8271.

da imprese di assicurazione.<sup>7</sup>

Il punto è dirimente poiché la disposizione escludeva l'applicabilità dei requisiti di forma *ad substantiam* previsti invece per gli strumenti finanziari. Tale impostazione rifletteva l'idea che i contratti assicurativi, quand'anche caratterizzati da una componente finanziaria, dovessero continuare ad essere disciplinati dalla normativa assicurativa.

L'equilibrio delineato dal legislatore iniziò, tuttavia, ad essere meno stabile con l'entrata in vigore della legge n. 262 del 2005 in materia di tutela del risparmio, nonché, successivamente, della legge n. 303 del 2006, intesa a coordinare le norme contenute nel TUF e nel Testo Unico Bancario (TUB). Queste intervennero sul TUF abrogando l'esclusione prevista dall'art. 100, lett. f), ed introducendo l'art. 25-bis, il quale intendeva disciplinare la distribuzione dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione quando effettuata tramite intermediari finanziari (c.d. SADA) ai sensi del TUF, prevedendo l'applicazione di talune regole di condotta proprie dei più tipici servizi di investimento.<sup>8</sup>

Nonostante la norma fosse volta a regolare i meri profili distributivi ed i soggetti coinvolti in tale processo, essa venne erroneamente interpretata dalla giurisprudenza come un'estensione generalizzata della disciplina finanziaria ai prodotti assicurativi di investimento. Si trattava di un malinteso anche alla luce del fatto che il CAP, in quel frangente, già inseriva le polizze assicurative che avessero una componente di investimento tra i contratti soggetti alla disciplina assicurativa.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> L'articolo recava la dicitura "(l)le disposizioni del presente capo non si applicano alle sollecitazioni all'investimento: (...) f) aventi a oggetto prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione." In particolare, il TUF, per mezzo di tale disposizione, escludeva per gli IBIPs l'applicabilità dell'art. 23 TUF, il quale dettagliava le forme che il contratto dovesse rispettare a pena di nullità.

<sup>8</sup> L'art. 25-bis del TUF sanciva che "(g)li articoli 21 e 23 si applicano alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione". Gli artt. 21 e 23 del TUF imponevano, tra le altre, l'onere di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati. Le disposizioni sancivano, altresì, che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori dovessero essere redatti, a pena di nullità, per iscritto e che un esemplare venisse consegnato ai clienti.

<sup>9</sup> Si veda l'art. 2, co. 1, del CAP, il quale riportava già nel 2005, tra i rami vita, al Ramo III "le assicurazioni, di cui ai rami I e II [i.e., sulla durata della vita umana, nuzialità e natalità], 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".

In tale contesto normativo si sviluppò, quindi, un orientamento giurisprudenziale volto a riconsiderare la qualificazione delle polizze *unit-linked* non più come contratti assicurativi, ma come prodotti finanziari *tout court*, soggetti pertanto alle disposizioni del TUF, con annessa prescrizione degli obblighi formali e dei comportamentali previsti per la prestazione dei servizi di investimento e con la conseguenza che la loro mancata osservanza potesse condurre alla declaratoria di nullità del contratto ed alla conseguente restituzione degli importi versati dal contraente.

Alcune pronunce iniziarono a ritenere che, in presenza di una componente finanziaria predominante e di un rischio meramente marginale in capo alla compagnia di assicurazione, tali contratti dovessero essere riqualificati come strumenti finanziari e successivamente dichiarati nulli.

Si venne, così, a creare una situazione di incertezza interpretativa, nella quale la qualificazione legislativa dei prodotti assicurativi si confrontava con un approccio giurisprudenziale sostanzialistico, fondato sulla verifica della causa concreta del contratto e sull'effettiva assunzione di un così detto rischio demografico (si veda *ultra*) da parte dell'impresa di assicurazione. In questo modo, la distinzione tra prodotti assicurativi e strumenti finanziari veniva affidata a valutazioni da effettuarsi caso per caso.

Sul quadro normativo è successivamente intervenuta, a livello europeo, la Direttiva IDD, che ha definito gli IBIPs, fra i quali, si è detto, figurano le polizze *unit-linked*, come prodotti assicurativi che offrono un valore di riscatto o a scadenza esposto, direttamente o indirettamente, alle fluttuazioni del mercato, con ciò riconoscendo la compatibilità tra natura assicurativa e componente finanziaria.<sup>10</sup> Tale definizione è, peraltro, coerente con quanto veniva stabilito, sin dal 2014, dal Regolamento Regolamento PRIIPs, il quale definiva, in maniera altrettanto netta, il prodotto di investimento assicurativo come *“un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato”*.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Si veda l'art. 2, co. 1, n. 17) della IDD, recepito nell'art. 2, co.1, n. III, del CAP. Ivi, il prodotto di investimento assicurativo, soggetto alla relativa disciplina assicurativa, viene definito come *“(…) un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato (…)”*.

<sup>11</sup> Art. 4, co.1, n. 2), del Regolamento PRIIPs. Si osserva in questa sede che anche autorevole dottrina ha osservato come problemi di classificazione persistano anche a seguito dell'introduzione della IDD. Si veda l'analisi di P.

Il legislatore italiano si è, infine, conformato a tale impostazione, recependo, con il d.lgs. n. 68 del 2018, la Direttiva IDD, e sostituendo l'art. 25-bis TUF con l'art. 25-ter TUF, il quale stabilisce, una volta per tutte, che *“(l) a distribuzione dei prodotti d'investimento assicurativi è disciplinata dalle disposizioni (...) [del CAP], e dalla normativa europea direttamente applicabile”*.

L'intervento, imponendo una forma di coordinamento tra CONSOB e IVASS per l'esercizio delle proprie competenze, ha altresì inteso ristabilire la necessità di una distinzione tra i due ambiti regolatori che, in verità, si era andata sfumando negli anni, confermando in tal modo la natura strettamente assicurativa dei prodotti IBIPs.<sup>12</sup> A ciò si è aggiunta l'ulteriore presa di posizione di IVASS che, con il proprio Regolamento n. 41 del 2 agosto 2018 in materia di informativa, pubblicità e realizzazione dei prodotti assicurativi, ha recepito sia quanto stabilito dal Regolamento PRIIPs che dalla Direttiva IDD.<sup>13</sup>

Nonostante tali chiarimenti, la giurisprudenza ha continuato, almeno in parte, a privilegiare un approccio presuntamente sostanzialistico, volto a verificare la presenza nel singolo contratto di un effettivo rischio demografico. Proprio questo persistente ricorso alla verifica della causa concreta, in luogo della qualificazione contrattuale, regolamentare o normativa del prodotto, rappresenta il nucleo del malinteso che ancora oggi caratterizza la distinzione tra prodotti assicurativi e strumenti finanziari. Malinteso tradottosi, a partire dall'inizio del 2024, in una posizione particolarmente assertiva, quando non di vera e propria sfida istituzionale, di talune sezioni semplici della Corte di Cassazione.

### **3. Il conflitto tra Corte di Cassazione, giurisprudenza di merito e Corte di Giustizia in merito al rischio demografico**

A ben vedere, se si volesse esaminare il decorso giurisprudenziale, si scoprirebbe che già in un periodo antecedente all'introduzione della Direttiva IDD o del Regolamento PRIIPs, la Corte di Giustizia dell'UE,

Marano and K. Noussia, 'Insurance Distribution Directive - A Legal Analysis' (Springer, 2021), p. 109, ove gli Autori evidenziano che *“(a)s far as the IBIPs are concerned (...) the scope of their regulation remains doubtful and (...) apart from the unresolved problem of classifying existing life insurance products in relation to IBIPs, the IDD also remains vague (...), which renders the application of IDD and IDD-related provisions even more complicated”*.

<sup>12</sup> Si veda il comma 2-ter dell'art. 25-ter del TUF.

<sup>13</sup> Cfr. Art. 2, co.1, lett. u).

nel cosiddetto caso Gonzalez Alonso (C-166/11), aveva avuto modo di pronunciarsi sulla natura assicurativa delle polizze IBIPs, chiarendo che *“in mancanza di disposizioni che vadano in senso contrario”*, queste debbano essere considerate polizze assicurative, soggette alle normative assicurative sia nella loro emissione che nella loro distribuzione.<sup>14</sup>

Si è trattato di una posizione disattesa da parte della giurisprudenza italiana, che, già *illo tempore*, mostrava un’attitudine, determinata, è ragionevole presumere, da un certo grado di *“paternalismo giuridico”* diretto alla protezione dell’investitore talvolta identificato come un vero e proprio consumatore. Un’attitudine tradottasi nella propensione a districarsi tra prodotti assicurativi e finanziari ignorando la regolamentazione settoriale allora vigente prediligendo, di converso, una indagine, da condurre caso per caso, relativa della causa concreta del contratto.<sup>15</sup>

La ricerca giurisprudenziale si è, in un primo momento, concentrata sull’esistenza di un effettivo rischio finanziario assunto dalla compagnia di assicurazione concernente la conservazione del capitale iniziale, ovvero la garanzia sulla restituzione almeno di un importo pari ai premi assicurativi versati.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> Caso C-166/11. In particolare i paragrafi della sentenza che vanno dal n. 29 al n. 31 precisano che le polizze *unit-linked* o collegate a fondi di investimento *“(…) sono normali in diritto delle assicurazioni. Difatti, il legislatore dell’Unione ha ritenuto che questo tipo di contratti rientri in un ramo dell’assicurazione sulla vita, come si ricava espressamente dall’allegato I, punto III, della direttiva ‘assicurazione vita’, letto in combinato disposto con l’articolo 2, punto 1, lettera a), della stessa direttiva (…)*. Il legislatore dell’Unione (…), non ha ristretto tuttavia la nozione di contratto d’assicurazione nel senso che essa non coprirebbe le assicurazioni collegate a fondi d’investimento. (…)(I)n mancanza di disposizioni che vadano in senso contrario, è giustificato ritenere che il legislatore dell’Unione, quando ha adottato la direttiva 85/577 ed ha escluso dalla sfera d’applicazione della medesima i contratti di assicurazione nella loro integralità, considerasse come contratti di assicurazione i contratti d’assicurazione collegati a fondi di investimento”.

<sup>15</sup> Si aggiunga che il Regolamento ISVAP n. 35 del 26 maggio 2010, oggi non più in vigore, già ai tempi, all’art. 2, co.1, lett. f), identificava nel *“contratto unit linked (…)* il contratto di assicurazione sulla vita in cui le prestazioni sono direttamente collegate al valore di attivi contenuti in un fondo interno detenuto dall’impresa di assicurazione oppure al valore delle quote di OICR”.

<sup>16</sup> Si veda, in particolare, per la giurisprudenza di legittimità, Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724. Per un’analisi delle soluzioni adottate dalla giurisprudenza di merito si rimanda a M. Miola, *‘Sui rapporti tra assicurazione e mercati finanziari: il caso delle polizze linked’ Giurisprudenza Commerciale* (4)(2023), p. 592. La giurisprudenza addiveniva, in particolare, a dichiarazioni di nullità per pretesa compromissione dell’assunzione del rischio demografico, avendo la compagnia di assicurazione di fatto trasferito sul cliente il rischio di inadempimento dell’emittente dello strumento finanziario collegato alla polizza, stravolgendo, si sosteneva, il sinallagma tra prestazioni e quindi la causa stessa del contratto di assicurazione.

Questa indagine si è, poi, spostata sulla sussistenza del già menzionato rischio demografico, generalmente inteso come il rischio connesso alla durata della vita umana che, appartenendo all’incertezza dell’alea assicurativa, non può che essere calcolato su base statistica o attraverso calcoli probabilistici.<sup>17</sup> Il rischio demografico risulta, pertanto, tematica strettamente legata alla garanzia sul capitale offerta dalla compagnia di assicurazione.

La giurisprudenza ha, infatti, a lungo sostenuto che, in assenza del trasferimento di un rischio in capo all’assicuratore, l’evento morte o la scadenza contrattualmente prevista per il caso vita finirebbero per costituire solo il termine ultimo di adempimento della prestazione, non rappresentando, invece, di per sé, alcuna alea per la compagnia di assicurazione.

Cionondimeno, la Corte di Cassazione, pur utilizzando il rischio demografico come punto di appoggio dei propri ragionamenti sulla riqualificazione delle polizze *unit-linked*, si è astenuta dall’indicare una soglia quantitativamente determinata che possa segnalare l’esistenza o l’assenza di tale rischio; quindi l’esistenza di una polizza assicurativa e non di un contratto di investimento finanziario, nullo per mancato rispetto dei requisiti prescritti dal TUF.

Al contrario, in occasione di un’ordinanza, ha statuito che, nel regolamento contrattuale, non possa essere prevista una soglia di rischio *“talmente irrisoria da vanificare completamente l’equilibrio delle prestazioni”*, ma debba *“essere vagliat[a][dal giudice di merito] con specifico riferimento all’ammontare del premio versato dal contraente, all’orizzonte temporale ed alla tipologia di investimento”*.<sup>18</sup>

Le posizioni della Corte di Cassazione si sono inserite in un frangente temporale, *i.e.*, a cavallo dei primi due decenni del millennio, durante il quale la Corte di Giustizia ha avuto modo di ribadire quanto statuito in occasione del caso Gonzalez Alonso in merito all’appartenenza delle polizze *unit-linked* alla categoria dei contratti assicurativi.

<sup>17</sup> Autorevole dottrina lo ha definito come lo *“scostamento tra ipotesi demografica posta a base del calcolo del premio e andamento demografico della popolazione demografica”* (G. Volpe Putzolu, *Le assicurazioni*. Produzione e distribuzione, Bologna, 1992, p. 170 ss.).

<sup>18</sup> Cass., 5 marzo 2019, n. 6319.

In occasione del caso *Länsförsäkringar* (C-542/16), ad esempio, la Corte di Giustizia ha statuito che "(...) per rientrare nella nozione di 'contratto di assicurazione' (...) un contratto di assicurazione sulla vita di capitalizzazione (...) deve [semplicemente] prevedere il pagamento di un premio da parte dell'assicurato e, in cambio di tale pagamento, la fornitura di una prestazione da parte dell'assicuratore in caso di decesso dell'assicurato o del verificarsi di un altro evento" specificato nel contratto.<sup>19</sup> Non sono state, quindi, fornite indicazioni specifiche in merito a eventuali rischi demografici o a soglie quantitative necessarie per il mantenimento della natura effettiva del rischio e, in ultima analisi, a garantire la qualificazione del contratto come polizza assicurativa. Si consideri peraltro, che nelle polizze di capitalizzazione (ramo V), rientranti a pieno titolo nell'alveo IBIPs, è del tutto assente, a livello di struttura del prodotto, la figura dell'assicurato.

Tale orientamento è stato successivamente confermato nel 2022 dai Giudici lussemburghesi in relazione a due procedimenti paralleli provenienti dalla Polonia (C-143/20 and C-213/20)<sup>20</sup> ed è stato parimenti sostenuto nel 2023 e nel 2024, rispettivamente, in un caso relativo a contratti di assicurazione ingannevoli (C-208/21) ed in merito ad una vicenda olandese concernente dividendi derivanti da asset sottostanti di polizze *unit-linked* (C-782/22). Entrambe le sentenze hanno implicitamente ribadito la posizione, osservando che tali polizze dovrebbero, senza ulteriori indugi, essere considerate contratti di assicurazione ai sensi del diritto dell'UE.

In maniera coerente con quanto indicato dalla Corte di Giustizia, sebbene in aperto contrasto con quanto sostenuto dalla Corte di Cassazione, la giurisprudenza di merito italiana parrebbe, in alcune più recenti sentenze, non ritenere più necessaria l'indagine sulla causa concreta o sull'esistenza del conteso rischio demografico, dovendo le polizze *unit-linked* essere ricondotte nell'alveo assicurativo già solo per il loro *nomen iuris* e per i soggetti che le hanno emesse. I.e., le compagnie di assicurazione

<sup>19</sup> Paragrafo n. 51 della decisione.

<sup>20</sup> Si vedano i paragrafi n. 76 e 78 della decisione, in cui si afferma che, "per quanto riguarda la nozione di 'contratto d'assicurazione' (...) occorre rilevare che la Corte ha già dichiarato che i contratti *unit-linked* rientrano nell'ambito di applicazione *ratione materiae* della direttiva 2002/83 [il predecessore della IDD]" e che poiché "un'impresa di assicurazione si impegna a fornire una prestazione in caso di decesso dell'assicurato o del verificarsi di un altro evento, in cambio del pagamento di un premio da parte di tale assicurato, un siffatto rapporto assicurativo rientra nella nozione di 'contratto di assicurazione' di cui alla direttiva citata".

che, come noto, altro non possono fare.<sup>21</sup>

Esempi paradigmatici di tale orientamento sono provenuti da sentenze del Tribunale di Milano, ove si è statuito che "(...) non è assolutamente soddisfacente quella interpretazione (...) secondo la quale, [dato] (...) [il] contenuto misto, previdenziale e finanziario, sarebbe compito dell'interprete valutare quale sia la componente prevalente al fine di individuare la disciplina applicabile. (...) (T)ale orientamento scarica non solo sull'interprete, ma anche sull'operatore economico una valutazione complessa, che presenta dei margini di ampia discrezionalità, generando di conseguenza una assoluta incertezza circa la validità dei negozi e così ottenendo il risultato contrario a quello cui deve mirare un ragionevole ordinamento giuridico. Ne consegue che il TUF non può essere applicato (...)".<sup>22</sup> Il Tribunale meneghino ha, altresì, avuto modo di evidenziare, che "(s) eppur (...) in misura ridotta, pari a un 1%, in ogni caso viene contemplato il rischio demografico, con la previsione della corresponsione di una somma maggiore rispetto a quella destinata a essere versata in caso di scadenza ordinaria della polizza. Tale previsione, pertanto, consente di riconoscere come le polizze (...) contemplino un rischio demografico, caratterizzante lo strumento assicurativo, differenziandolo dal prodotto finanziario puro (...). Il fatto che l'intera prestazione gravante sulla compagnia sia collegata al sottostante e che, quindi, non sia garantita la restituzione neppure in minima parte del premio (...), non priva delle sue caratteristiche la polizza, ma dipende dalla scelta più o meno spinta della natura speculativa finanziaria del prodotto, che resta comunque a causa e contenuto misto, finanziario assicurativo".<sup>23</sup>

Il ragionamento è stato espresso in modo, se possibile, ancor più incisivo nel 2021 da due decisioni congiunte del Tribunale di Roma relative a polizze *unit-linked* e *index-linked* che riconoscevano un mero 1% nominale di rischio demografico. In tal contesto, i Giudici hanno inequivocamente statuito che "(...) che le polizze rientrano nelle tipologie di prodotti non finanziari bensì assicurativi (...). [Tali] polizze (...), pur avendo un'elevata componente finanziaria, rimangono comunque prodotti assicurativi sia perché l'as-

<sup>21</sup> Si veda l'art. 18, co.1, lett. a) della Direttiva Solvency II che impone alle imprese di assicurazione di "limit(are) il loro oggetto sociale all'attività assicurativa e alle operazioni che ne discendono direttamente, escludendo qualsiasi altra attività commerciale".

<sup>22</sup> Tribunale di Milano, sentenza n. 1395/2018.

<sup>23</sup> Tribunale di Milano, sentenza n. 7870/2021.

*sicuratore corre il rischio cd. demografico, in quanto la prestazione (ancorché agganciata al valore di un fondo comune o di un indice) è comunque dovuta al verificarsi di un evento attinente alla vita umana (...). [Ciò è dovuto anche al fatto che] normalmente il rischio di perdite finanziarie è sostenuto anche dall'assicuratore, anche qualora non garantisca all'assicurato una prestazione minima corrispondente al capitale versato nelle ipotesi di riscatto anticipato".<sup>24</sup>*

#### **4. Le recenti posizioni della Corte di Cassazione, l'opportunità di un pronunciamento delle Sezioni Unite e la posizione dell'IVASS**

In questo quadro, la Corte di Cassazione, attraverso pronunce sparse delle proprie sezioni semplici, ha recentemente inteso stabilire un confine ulteriore che, in questa sede si ritiene, corra il rischio di costituire una forma di *gold-plating* difficilmente compatibile con la normativa europea, con le pronunce della Corte di Giustizia e, in ultima analisi, con la stessa primazia del diritto dell'UE.

In particolare, la Corte di Cassazione ha, inizialmente, proposto una categorizzazione tripartita delle polizze *unit-linked*.<sup>25</sup> Le prime due, denominate "guaranteed" e "partial guaranteed", comportando, rispettivamente, una restituzione integrale dei premi investiti ed una restituzione almeno parziale dei premi stessi non presenterebbero problemi, essendo pertanto regolate dal CAP. Con queste due tipologie, infatti, "l'assicuratore assume su di sé, con diverse gradualità, un rischio demografico (...), nel senso che, al verificarsi dell'evento attinente alla vita umana, all'assicurato viene comunque sempre riconosciuta la somma di denaro garantita (...) a prescindere dal valore sottostante delle quote dei fondi comuni di investimento, che potrebbe essersi (...) addirittura azzerato".<sup>26</sup>

Di converso, con la terza categoria, composta da "polizze *unit-linked pure*", "il rischio di investimento grav(a) totalmente sull'assicurato, tanto da comportare il rischio di perdita dell'intero capitale". Ne consegue che dovrebbe trovare applicazione il TUF e non il CAP, visto che "il cd. rischio demografico (...), pur apparentemente presente, è in realtà insussistente se, al momento del suo verificarsi, lo stesso non

<sup>24</sup> Tribunale di Roma, sentenza n. 9838/2021, che riprende a sua volta le argomentazioni esposte nella sentenza n. 2426/2019 del Tribunale di Bergamo.

<sup>25</sup> Cass. Civ., Sez. I, Sentenza n. 3785 del 2024.

<sup>26</sup> *Ibidem*.

*sia in grado di incidere minimamente sulla prestazione dell'assicuratore (...)." <sup>27</sup> La Corte di Cassazione ha, inoltre, reiterato la propria posizione stante la quale stabilire se un contratto *unit-linked* sia una polizza assicurativa o debba, invece, essere riclassificato come prodotto finanziario, sarebbe compito del giudice di merito, chiamato ad effettuare, una necessaria valutazione caso per caso.*

Una novità in questa pronuncia, tuttavia, è rappresentata dall'indicazione di una serie di elementi indiziari che, secondo la Corte, rivelerebbero l'esistenza di un contratto da riqualificare e, quindi, dichiarare nullo. Tra questi, spicca, ai fini della presente analisi, quello quantitativo di una prestazione caso morte ancorata al valore delle quote che vari "dal 105% al 100,01% del valore maturato al momento del decesso" e che quindi non dimostri una assunzione rilevante di rischio demografico.<sup>28</sup>

Poche settimane dopo questa decisione, anche le sezioni semplici penali, chiamate ad esaminare un caso di autoriciclaggio, hanno, in maniera piuttosto lapalissiana, affermato che le polizze *unit-linked* debbano essere considerate prodotti finanziari disciplinati dal TUF.<sup>29</sup>

È, tuttavia, con una pronuncia del luglio 2024 che la Corte di Cassazione sembra aver lanciato il metaforico quanto di sfida alle letture della giurisprudenza della Corte di Giustizia da parte dei giudici di merito.<sup>30</sup>

Nelle motivazioni della Corte si legge che il rischio demografico "non consiste (...) semplicemente nel prevedere il pagamento di una somma di denaro in caso di morte. (...). [Esso] ha per presupposto la parametrizzazione dell'indennizzo alle tavole di mortalità in base all'età del portatore di rischio, e per effetto la previsione d'un indennizzo che abbia una reale utilità per l'assicurato nel caso di morte ante tempus (...)

<sup>27</sup> *Ibidem*.

<sup>28</sup> Oltre alla soglia quantitative menzionata, la Corte ha indicato, in via esemplificativa e, si presume quindi, non esaustiva, la presenza di un premio assicurativo unico, di una prestazione legata alla performance del fondo che sia legata all'andamento di un fondo interno che dipende dalle oscillazioni di prezzo di attività finanziarie, l'assenza di qualsiasi rischio finanziario a carico dell'assicuratore e l'espressa esclusione contrattuale di ogni possibile natura previdenziale della polizza. In tema di "indennizzo trascurabile" si veda anche la precedente pronuncia Cass., Civ., Sez. I, Ordinanza n. 22008 del 2023.

<sup>29</sup> Cass. Pen., Sez. II, Ordinanza n. 9923 del 2024.

<sup>30</sup> Cass. Civ., Sez. III, Ordinanza n. 21022 del 2024.

e tale non è quello che consista nella mera restituzione dei premi versati; oppure nella mera restituzione del controvalore degli attivi nei quali il premio è stato investito; od ancora nel pagamento d'una maggiorazione irrisoria rispetto all'uno od all'altro".<sup>31</sup> Pertanto, "non può qualificarsi 'assicurazione sulla vita' il contratto nel quale l'assicuratore in caso di morte si obblighi a pagare ai beneficiari un indennizzo 'del tutto irrisorio' (...) ovvero 'trascurabile' (...)".<sup>32</sup> Ne consegue che, essendo "materie armonizzate la disciplina (...) assicurativa, ma non le regole dell'ermeneutica (...), stabilire se un certo negozio presenti i requisiti di questo o quel tipo contrattuale resta prerogativa sovrana delle giurisdizioni nazionali".<sup>33</sup>

Si tratta di posizioni che, come detto, almeno se così argomentate, non fugano i dubbi di un insanabile contrasto con la normativa europea che, si ricorda, per mano della Direttiva IDD e del Regolamento PRI-IPs, ricomprendono le polizze *unit-linked* tra i contratti assicurativi, escludendo valutazioni relative alla genuinità del rischio demografico assunto dalla compagnia assicurativa e prevedendo, invece, anche un valore finale esposto, non solo in parte, bensì totalmente, alle fluttuazioni del mercato.

Cionondimeno, a rimarcare che tali posizioni non possano, come detto, considerarsi un mero incidente di percorso, queste paiono essere state, da ultimo, confermate anche nel corso del 2025.<sup>34</sup>

Gli operatori di mercato si trovano, pertanto, a navigare in una situazione di incertezza, tra giurisprudenza di merito e giurisprudenza di legittimità su fronti radicalmente contrapposti la cui composizione non pare essere all'orizzonte.

Sarebbe auspicabile, visto il chiaro *trend*, un pronunciamento delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, non già per contrasto tra sezioni semplici, evidentemente non sussistente al momento, bensì per contrasto tra queste e la giurisprudenza di merito, ovvero, perché la questione si presenta come

<sup>31</sup> *Ibidem*.

<sup>32</sup> *Ibidem*.

<sup>33</sup> *Ibidem*.

<sup>34</sup> Si veda Cass. Civ., Sez. III, Ordinanza n. 26079 del 2025 che ha sostenuto come la Corte di giustizia dell'Unione europea non avrebbe alcuna competenza nel determinare "(...) i requisiti minimi essenziali da riscontrare (...) per distinguere tra assicurazione sulla vita e contratti di investimento. [Infatti, questa] (s) è limitata a stabilire che le polizze *unit-linked* siano soggette alla disciplina eurounitaria solo a determinati fini".

"di massima importanza"<sup>35</sup>, derivandone, come si è cercato di suggerire in questa sede, un possibile contrasto con il diritto dell'UE, oltre che un potenziale pregiudizio per il mercato assicurativo e la competitività dell'ordinamento italiano in genere.

Ciò che, al momento pare certo, è che l'IVASS, anche nell'ottica di conservare le proprie competenze di regolazione su tali tipologie di polizze, sembri, nel limite delle proprie prerogative, voler affermare una propria posizione in questa *querelle* attraverso un nuovo regolamento in materia di sottostanti. La proposta, attualmente in revisione, sembrerebbe voler disciplinare il rischio demografico, senza soglie quantitative eterodeterminate, in maniera che questo non finisca per rappresentare uno spauracchio e, in ultima istanza, un ostacolo al libero esercizio d'impresa da parte delle compagnie assicurative come, invece, attualmente avviene.<sup>36</sup> Circostanza che, peraltro, confermerebbe l'opportunità di un approccio proprio della normativa speciale assicurativa, superando il rischio di costruzioni astratte e dogmatiche della Corte di Cassazione, non coerenti con il *framework* unionale, con lo sviluppo dei mercati e con le esigenze di un moderno comparto assicurativo.

<sup>35</sup> Art. 374, co. 2, c.p.c.

<sup>36</sup> Il Documento di Consultazione n. 2/2024, attualmente ancora in revisione, intenderebbe sostituire l'ancora vigente Lettera Circolare ISVAP n. 474/d del 2002. La proposta di Regolamento attualmente in esame dedica il proprio articolo 5 al rischio demografico chiarendo che debba essere "(...) opportunamente calibrato sulla base del fabbisogno di copertura assicurativa del contraente" e che, pertanto, "(l)la prestazione liquidabile dall'impresa (...) non deve risultare inferiore a una percentuale congrua del premio investito tenuto conto del fabbisogno di copertura assicurativa del contraente".



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---