

Data di pubblicazione: 28 agosto 2026

ANDREA GRASSI*

*Le polizze unit-linked oltre il tipo assicurativo: struttura delle
prestazioni, servizi di investimento e coerenza dell'impianto
regolatorio europeo*

Commento alle sentenze n. 678/2025 e n. 775/2025
della Corte di Appello di Bari

*Unit-linked policies beyond the insurance paradigm: structure of
obligations, investment services and coherence of the EU
regulatory framework*

Case Note on Judgments Nos. 678/2025 and
775/2025 of the Court of Appeal of Bari

* Dottorando, Università Luiss Guido Carli; LL.M. Candidate, Stanford Law School.
Contributo sottoposto a referaggio.

ABSTRACT: Il contributo analizza la natura e la causa delle polizze *unit-linked* muovendo dall’allocazione del rischio quale criterio dirimente per escluderne la qualificazione come contratti assicurativi e confermarne la natura finanziaria. In particolare, si propone una scomposizione funzionale delle obbligazioni dell’assicuratore, individuando la prestazione di due distinti servizi di investimento da parte dello stesso, uno di gestione di portafogli e uno di negoziazione per conto proprio, quest’ultimo assimilabile per struttura ai contratti derivati finanziari OTC. L’analisi si estende al quadro regolatorio europeo, confrontando l’approccio formalistico della CGUE con le indicazioni programmatiche della MiFID II e della Insurance Distribution Directive, che propugnano una parità sostanziale di tutela dell’investitore in relazione sia ai prodotti assicurativi di investimento sia agli strumenti finanziari tradizionali, nel tentativo di scongiurare il rischio di arbitraggio regolamentare.

This article examines the nature and the cause of unit-linked insurance policies, focusing on risk allocation as the decisive criterion for denying their classification as insurance contracts and confirming their financial nature. In particular, it proposes a functional decomposition of the insurer’s obligations, by identifying the performance of two distinct investment services by the insurer, one consisting in a portfolio management activity and the other in a proprietary trading activity, the latter exhibiting structural features analogous to those of OTC financial derivatives. The analysis extends to the European regulatory framework, contrasting the CJEU’s formalistic approach with the programmatic indications of MiFID II and the Insurance Distribution Directive, both of which advocate a level playing field in investor protection for insurance-

based investment products and traditional financial instruments, in an effort to mitigate the risk of regulatory arbitrage.

PAROLE CHIAVE: Polizze *unit-linked*; Prodotti assicurativi di investimento; Causa del contratto; Servizi di investimento; MiFID II; Insurance Distribution Directive (IDD).

KEYWORDS: Unit-linked insurance policies; Insurance-based investment products; Cause of contract; Investment services; MiFID II; Insurance Distribution Directive (IDD).

SOMMARIO: 1. Il caso. – 2. Le polizze “unit-linked”. – 3. Causa del contratto e allocazione del rischio. – 4. Bilateralità dell’alea nei contratti assicurativi. – 5. Confronto con i contratti derivati finanziari. – 6. La posizione delle corti. – 7. Conclusioni.

1. Il caso

Nelle fattispecie poste al vaglio della Corte d’Appello di Bari e decise con le sentenze in commento, ciascuna delle parti appellate aveva sottoscritto con l’appellante, rispettivamente, una polizza “*unit-linked*”. Queste ultime costituiscono particolari prodotti assicurativo-finanziari che, al verificarsi dell’evento sulla vita umana, collegano il *quantum* della prestazione dovuta dall’assicuratore al valore degli indici del mercato mobiliare di volta in volta sottostanti. Gli assicurati avevano con successo citato in giudizio la compagnia assicuratrice per far riconoscere la nullità delle suddette polizze in virtù della mancata osservanza del disposto dell’art. 23 t.u.f. (d.lgs. 58/1998) che, attesa la natura finanziaria dei prodotti assicurativi in

questione, avrebbe imposto la sottoscrizione in forma scritta di un contratto quadro relativo alla prestazione di servizi di investimento. L'interpretazione accolta nei giudizi di primo grado, a valle degli appelli presentati dalla compagnia assicuratrice, è stata confermata anche dalla Corte d'Appello di Bari. Quest'ultima Corte, *inter alia*, ha confermato l'applicabilità della legge italiana alle fasi delle trattative, dell'offerta e dell'informativa precontrattuale relative alla sottoscrizione delle polizze in questione, riconosciuto la qualità di consumatori in capo agli appellati e affermato la natura finanziaria di tali polizze *unit-linked*, dichiarandone la nullità per l'assenza di stipula del contratto quadro ai sensi dell'art. 23 t.u.f.

2. Le polizze “unit-linked”

Le polizze *unit-linked* costituiscono un particolare prodotto assicurativo avente una natura ibrida, essendo formate in parte da una componente assicurativa e in parte da una componente finanziaria¹. Queste polizze, infatti, prevedono l'investimento da parte dell'assicuratore dei premi corrisposti dall'assicurato in uno o più fondi di investimento, preesistenti o di nuova costituzione, e il conseguente ancoraggio della prestazione principale dell'assicuratore, nel momento della realizzazione dell'evento sottostante, al valore delle quote del/i fondo/i in cui il premio è stato investito. La prestazione principale dell'assicuratore può anche essere indipendente (del tutto o in parte) dall'andamento dei titoli del portafoglio

¹ G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze linked nel diritto europea e nel diritto italiano*, in *Assicurazioni*, 2016, 213. P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011, 132. ID., *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 457 ss.; ID., *La natura delle polizze linked tra previdenza, risparmio e investimento*, in *Assicurazioni*, 2016, I, 225. F. CAPRIGLIONE, *Le polizze unit-linked: prodotti assicurativi con finalità di investimento*, in *NGCC*, 2004, 426 ss.

finanziario rilevante: le polizze c.d. “*guaranteed unit-linked*” e “*partial guaranteed unit-linked*” prevedono la garanzia della restituzione, rispettivamente, totale o parziale, dei premi versati dall’assicurato e un’eventuale minima maggiorazione². Invece, le polizze *unit-linked* c.d. pure prevedono la totale dipendenza del *quantum* dell’obbligazione principale dell’assicuratore dal valore dei parametri finanziari di riferimento al momento dell’esigibilità di detta prestazione³. Dunque, mentre nelle prime due tipologie di polizza la sussistenza di una prestazione “*guaranteed*” consente di attribuire il rischio della prestazione (o parte di esso) in capo all’assicuratore, nell’ultimo caso il rischio della prestazione è sopportato interamente dall’assicurato, dipendendo il *quantum* della stessa interamente dall’andamento degli indici sottostanti. Spesso accade che la prestazione dell’assicuratore preveda, oltre alla restituzione di una somma corrispondente al controvalore del portafoglio sottostante, un *quid* aggiuntivo. Secondo concorde giurisprudenza, la presenza di un’obbligazione garantita e la quantificazione della sua entità rispetto al valore dell’operazione complessiva costituisce il discrimine principale per qualificare una polizza *unit-linked* come contratto assicurativo o finanziario⁴.

Nel caso di specie, al verificarsi dell’evento assicurato, l’assicuratore si obbligava a corrispondere all’assicurato il 101% del capitale maturato. In questo caso, è evidente come, rispetto al rischio “*concernente la performance del prodotto finanziario, interamente a carico dell’investitore e legato non al fattore tempo, ma alle dinamiche dei mercati mobiliari, al rendimento del titolo ed alla*

² Cfr. G. LOZZI, *Profili operativi e finanziari delle polizze index e unit linked*, in F. SANTOBONI (a cura di), *Manuale di gestione assicurativa*, Cedam, 2012, 128 e ss.; Cass. 2024/n. 9418 e C. d’Appello di Bari, 775/2025.

³ *Ibid.*

⁴ Cass. civ., Sez. III, 6319/2019.

solvibilità dell'emittente", il rischio demografico sia *"del tutto marginale, essendo l'entità della prestazione garantita, a fronte del capitale versato, talmente irrisoria da vanificare completamente l'equilibrio delle prestazioni in caso di perdita di valore – anche integrale – degli asset compresi nel portafoglio"*⁵. Dunque, la prestazione il cui rischio di esecuzione rimane in capo all'assicuratore risulta chiaramente sproporzionata rispetto al *quantum* del rischio sopportato dall'assicurato⁶. Data questa particolare strutturazione dell'obbligazione dell'assicuratore, viene meno l'elemento fondamentale ai fini della qualificazione di un contratto come assicurativo, ossia la traslazione del rischio demografico dall'assicurato all'assicuratore⁷. Laddove l'entità della prestazione garantita, ossia quella aggiuntiva rispetto alla corresponsione del controvalore delle quote in cui sono stati investiti i premi, il rischio della cui esecuzione viene sopportato dall'assicuratore stesso, sia del tutto marginale rispetto al totale dell'operazione, quest'ultima non è idonea a ripristinare l'equilibrio nell'allocazione del rischio. Ciò ha portato la dottrina e la giurisprudenza prevalenti a qualificare tali polizze come un prodotto finanziario, più che assicurativo⁸.

⁵ C. d'Appello di Bari, 678/2025.

⁶ E. GUFFANTI, *Le polizze unit linked: un contratto a causa mista*, in *Le Società*, 2019, n. 12, 1402.

⁷ C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni - L'impresa - I contratti*, Giappichelli, Torino, 2013, 165 ss.; A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, ristampa, Napoli, 2015, *passim*. V. anche C. d'Appello di Bologna, 15811/2016.

⁸ P. CORRIAS, *La natura delle polizze linked tra previdenza, risparmio e investimento*, op. cit., 225. F. CAPRIGLIONE, op. cit., 426 ss. Per maggiori approfondimenti sulla teoria finanziaria delle polizze *linked*, cfr. A. GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, fasc. 2, pt. 1, 2 ss.; P. CORRIAS, *L'assicurato-investitore: prodotti, offerta e responsabilità*, in *Assicurazioni*, 2011, fasc. 3, 387 ss.; N. SALANITRO, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 491 ss.; G. ALPA, *I prodotti assicurativi finanziari*, in AMOROSINO – DESIDERIO (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni*, Milano, 2006, 77 ss.; F. GALGANO, *"Il prodotto misto" assicurativo finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, I, 91 ss.

3. Causa del contratto e allocazione del rischio

Avendo riguardo all'allocazione del rischio, si comprende dunque come contratti assicurativi classici e polizze *unit-linked* rappresentino due contratti aventi una funzione economico-sociale molto differente.

La ripartizione del rischio operata dall'assetto contrattuale rileva proprio in senso causale ai fini della qualificazione di una polizza quale contratto assicurativo. In particolare, la funzione previdenziale cui assolve tipicamente il contratto assicurativo è rappresentata, come visto, dalla traslazione del rischio (che deve essere esistente sin dalla stipula del contratto a pena di nullità) dall'assicurato all'assicuratore⁹. Risultando questa traslazione del tutto assente nelle polizze *unit-linked* "pure" che non prevedano neppure una prestazione aggiuntiva sostanziosa, si deve concludere che queste esulino dal tipo contratto assicurativo, in quanto generano un'allocazione del rischio non idonea ad integrare la necessaria funzione previdenziale di cui sopra.

Un orientamento giurisprudenziale, a tal proposito, ritiene che la *"componente di rischio rileva in senso causale solo nel contratto d'assicurazione, mentre nel contratto d'investimento il rischio è estraneo alla causa e rientra nella normale alea contrattuale"*¹⁰. In altre parole, l'esistenza del rischio e la sua collocazione

⁹ C. d'Appello di Milano, 11 maggio 2016, in *NGCC*, 1569, con nota di ALBANESE; Trib. di Mantova, 26 giugno 2012, consultabile in www.ilcaso.it; Trib. di Parma, 4 novembre 2011, in www.dirittobancario.it; Trib. di Milano, 4 novembre 2009, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 603, con nota di R. TARANTINO; Trib. di Bologna, 13 gennaio 2011, in www.dirittobancario.it; Trib. di Cagliari, 2 novembre 2010, in *Assicurazioni*, 2011, II, 369, con nota di I. RIVA; Trib. di Parma 10 agosto 2010, in *NGCC*, 2001, 189 con nota di C. PALMENTOLA.

¹⁰ Cass. 18 aprile 2012, n. 6061, in *Foro it.*, 2013, 642, con nota di F. BECHI.

sarebbe idonea a “descrivere” e a caratterizzare funzionalmente solo un contratto assicurativo¹¹ e non anche uno di investimento. L’assunzione del rischio demografico da parte dell’assicuratore, infatti, diviene l’elemento discriminante ai fini dell’integrazione della causa previdenziale, che connota tipicamente un contratto assicurativo¹². Causa previdenziale e assunzione del rischio demografico sono quindi interdipendenti, di talché la causa previdenziale si risolve nell’allocazione del rischio demografico e di prestazione in capo all’assicuratore. Non può esserci funzione previdenziale se non c’è traslazione del rischio demografico in capo all’assicuratore¹³. E la sussistenza di tali ultimi due elementi è richiesta dalla giurisprudenza interna per qualificare un contratto quale assicurativo¹⁴.

Nei contratti aventi natura finanziaria, invece, l’elemento del rischio, seppur ben presente, non assurgerebbe a fattore caratterizzante. Infatti, come accennato, quest’ultimo nei contratti di investimento “è estraneo alla causa e rientra nella normale alea contrattuale”¹⁵ e “di per sé non è sufficiente a fondare la meritevolezza di tutela dei contratti facenti capo a tale categoria.”¹⁶ Pertanto, devono essere ricercate ulteriori funzioni da riconnettersi a questa tipologia di contratti, ai fini di giustificarne la legittimazione agli occhi dell’ordinamento. In questo senso, si è parlato di “convogliamento del risparmio

¹¹ Ibid.: “il giudice, per stabilire se la polizza della quale si discute vada assimilata ad un prodotto assicurativo oppure ad uno finanziario [...], ha utilizzato l’elemento rischio, la sua collocazione a carico dell’una e dell’altra parte e la sua rilevanza causale.”

¹² C. d’Appello di Milano, 11 maggio 2016, cit.

¹³ E. GUFFANTI, op. cit., 1399, 1401.

¹⁴ Ivi, 1402: “Questa decisione avallò l’orientamento allora prevalente in dottrina e in giurisprudenza, il quale individuava un preciso criterio per verificare se la causa di un contratto fosse assicurativa, ovvero finanziaria: la sussistenza di “un rischio avente ad oggetto un evento dell’esistenza dell’assicurato che viene assunto dall’assicuratore”.”

¹⁵ E. GUFFANTI, op. cit., 1401.

¹⁶ G. MICCOLIS, *Polizze unit linked, determinazione dell’oggetto del contratto e nullità*, in *I contratti*, 2019, che si riferisce a P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti*, Quaderni di Banca Borsa tit. cred., Giuffrè, 38/2014.

privato verso il finanziamento delle imprese e dello stato”, di “*incremento della liquidità dei mercati*”, di “*effetto di stabilizzazione dei prezzi delle merci e dei titoli*”¹⁷. Questo approccio, quindi, mette in luce come l’elemento del rischio e la sua allocazione, seppur esistente in entrambe le categorie di accordi, risulti idoneo ad integrare una funzione giuridicamente rilevante solo con riferimento ai contratti assicurativi. Nei contratti di investimento, rappresenta una caratteristica, sì presente, ma non determinante ai fini della delineazione della causa ad essi ascritta, che deve essere rinvenuta in elementi e fattori differenti.

Volgendo l’attenzione al caso delle polizze *unit-linked*, si comprende come il fattore del rischio sia effettivamente presente ma, rimanendo in capo all’assicurato non solo non è idoneo a integrare la funzione previdenziale propria dei contratti assicurativi, ma non assurge neppure a momento caratterizzante di una diversa funzione economico-sociale o economico-individuale meritevole di tutela da parte dell’ordinamento. L’assunzione del rischio “finanziario” da parte dell’investitore/assicurato che si espone all’andamento dei titoli, infatti, non integra di per sé la causa di questo tipo di contratto, che si può rinvenire invece, fra gli altri, nel finanziamento privato ai complessi produttivi e nell’incremento della liquidità nel sistema economico. Funzioni che nulla hanno a che vedere con la mera assunzione di un rischio. Dunque, può essere esclusa la natura assicurativa delle polizze *unit-linked* il cui assetto di interessi disattende l’allocazione di rischio necessaria a raggiungere la funzione previdenziale, dovendosi invece ricondurre questi contratti ad una causa non incentrata sulla sopportazione del rischio.

¹⁷ P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, op. cit., 187.

4. Bilateralità dell'alea nei contratti assicurativi

Una parte sostanziosa della dottrina considera il contratto assicurativo come il modello paradigmatico del *genus* dei contratti aleatori¹⁸, riconoscendo, alla luce di ciò, la necessaria sussistenza di un'alea bilaterale ai fini della qualificazione di un contratto come tale. Affinché un contratto possa dirsi aleatorio (necessariamente in senso bilaterale), è necessario che vi sia incertezza sulle possibilità di guadagno o perdita per entrambe le parti, non essendo ammissibile che una sola di esse possa sia arricchirsi che impoverirsi mentre l'altra possa unicamente arricchirsi¹⁹.

Nell'analisi dei contratti assicurativi, l'elemento della presenza dell'alea (bilaterale) risulta differente da quello della traslazione del rischio, ma connesso e dipendente dallo stesso. Il primo, infatti, consiste nella possibilità per entrambe le parti di potersi sia arricchire che impoverire per effetto dell'esecuzione del contratto, e richiede il secondo come condizione necessaria (ma non sufficiente)²⁰ per la sua esistenza. Ad esempio, nel caso delle polizze *unit-linked* c.d. pure, non essendo riscontrabile la traslazione del rischio demografico in capo all'assicuratore,

¹⁸ R. CALVO, *Il contratto di assicurazione (Fattispecie ed effetti)*, in M. FRANZONI (diretto da), *Trattato della responsabilità civile*, Milano, 2012, 32; P. CORRIAS, *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in P. CORRIAS (a cura di), *Liber amicorum per Angelo Luminoso*, II, Milano, 2013, 827 ss.; A. GAMBINO, op. cit. Per l'opposto orientamento che nega la natura aleatoria del contratto di assicurazione, si veda R. IPPOLITO, *Il sinallagma nel contratto di assicurazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, fasc. 9-12, 483 ss.; E. DAMIANI, *Contratto di assicurazione e prestazione di sicurezza*, Milano, 2008, *passim*; A. PINO, *Rischio e alea nel contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1960, fasc. 3, 258 ss.; A. PINO, *Contratto aleatorio, contratto commutativo e alea*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, 1246 ss.

¹⁹ V. Cass., 4 gennaio 1993, n. 10; Cass., 25 marzo 2013, n. 7479. Cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, op. cit., 191.

²⁰ La traslazione del rischio demografico attiene all'alea insistente sulla posizione dell'assicuratore. Per verificare la sussistenza di un'alea bilaterale, è poi necessario valutare l'insistenza della stessa in capo all'assicurato, sulla base dell'entità dei premi da questi versati rispetto al *quantum* della prestazione dell'assicuratore, il tutto in relazione al tempo di verifica dell'evento sulla vita umana.

si nota come su quest'ultimo non insista nessuna incertezza in ordine all'incidenza sulla sua situazione patrimoniale di un evento incerto²¹. Non è ipotizzabile una possibilità di impoverimento per lo stesso, ma solo di arricchimento.

L'andamento dei titoli presso i quali sono investiti i premi versati dall'assicurato non ha un impatto sull'entità della prestazione dell'assicuratore o su quella che questi dovrà ricevere²². L'assicuratore agisce infatti solo da intermediario, non assumendo posizioni di rischio, ma collocando *de facto* i titoli, gli strumenti finanziari, le quote di fondi comuni, etc. presso l'assicurato nell'ambito di quella che può essere considerata a tutti gli effetti una prestazione di servizi di investimento *ex art. 18 t.u.f.* (in particolare di esecuzione di ordini per conto del cliente o gestione di portafogli del cliente (art. 1, comma 5, lett. b), d), t.u.f.))²³. Consistendo la sua prestazione nella mera corresponsione del controvalore dei premi investiti, e ricevendo per la prestazione del servizio di investimento delle commissioni dall'assicurato, non è rinvenibile alcuna alea sulla situazione patrimoniale dell'assicuratore per effetto del contratto.

²¹ Cfr. R. NICOLÒ, *Alea*, in *Enc. dir.*, Milano, 1958, 1029 ss.

²² In senso contrario, v. G. MICCOLIS, op. cit., 630, “*La natura aleatoria di tali fattispecie contrattuali è indubbia, dal momento che non solo riprendono lo schema delle assicurazioni, definibili come i contratti aleatori per eccellenza, ma si ricollegano altresì alla gestione di un fondo: è forse anche per questo che, spesso, la compagnia assicuratrice offre all'assicurato diverse c.d. linee di investimento, ossia diverse strategie, a seconda delle quali variano i fondi in cui vengono investiti i premi e, quindi, varia anche il livello di rischiosità dell'operazione. A ben vedere, dunque, sussiste la caratteristica fondamentale della deduzione di uno o più eventi o fattispecie in rischio che distingue i contratti aleatori da quelli commutativi: da un lato, da tali eventi o fattispecie dipende il quantum o addirittura l'an dei risultati economici che si producono in capo alla sfera giuridica di ciascuno dei contraenti; dall'altro lato, il rischio comporta ab origine una sperequazione delle prestazioni, nel senso che, a seconda che esso si concretizzi o meno, una delle parti trarrà un lucro, o comunque un vantaggio, dall'operazione economica, mentre l'altro contraente subirà una perdita, o comunque uno svantaggio.*”

²³ Art. 1, comma 5, D.lgs. 58/1998 (t.u.f.): “Per “servizi e attività di investimento” si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: [...] b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; [...] d) gestione di portafogli [...]”

Escludendo dunque la presenza dell'alea bilaterale dal modello delle polizze *unit-linked* c.d. pure, se ne può escludere l'appartenenza dalla categoria dei contratti assicurativi che invece postula la bilateralità dell'alea come elemento caratterizzante, tanto da assumere valenza transtipica anche rispetto al *genus* dei contratti aleatori²⁴.

Tali considerazioni sembrano trovare piena applicabilità alle polizze *unit-linked* che non prevedono un'obbligazione aggiuntiva in capo all'assicuratore. Nei casi in cui, invece, tale prestazione aggiuntiva sia prevista dall'assetto contrattuale (come nei contratti trattati dalle sentenze in commento che prevedevano la restituzione del 101% del valore dei premi investiti), l'attività della compagnia di assicurazioni potrebbe non essere qualificabile come mera intermediazione mobiliare, divenendo quest'ultima titolare di una posizione di rischio²⁵.

A tal riguardo, è necessario distinguere i casi nei quali la consistenza dell'obbligazione aggiuntiva sia minima²⁶ da quelli in cui questa sia di un'entità non trascurabile rispetto al valore complessivo dell'operazione. Occorre valutare se, in virtù della presenza di tale prestazione aggiuntiva, possa essere riscontrata incertezza in ordine alla situazione patrimoniale dell'assicuratore per effetto del contratto. In altre parole, l'esito di un evento incerto dovrà avere un'incidenza sulla sua situazione patrimoniale, indistintamente in positivo o in negativo.

²⁴ V. *supra* n. 18.

²⁵ Si rientrerebbe in questi casi nella fattispecie di negoziazione per conto proprio da parte dell'intermediario, prevista dagli artt. 1, comma 5, lett. a) e 18 t.u.f. Cfr. F. ANNUNZIATA, *Impresa di investimento*, in *Enc. Dir. - Annali*, vol. IV, Milano, 2011, 583; ID., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 91; A. TUCCI, *La negoziazione dei contratti derivati finanziari e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, 72.

²⁶ V. *supra* nn. 4, 6, 7.

Per valutare la posizione economicamente rilevante delle parti di una polizza *unit-linked* di questo tipo²⁷, bisognerà prenderne in considerazione gli elementi a ciò decisivi. Da un lato, la posizione patrimoniale dell'assicurato è influenzata dall'ammontare dei premi versati e delle commissioni pagate all'assicuratore e dall'incasso, al verificarsi dell'evento sulla vita umana, del controvalore del patrimonio investito e della prestazione aggiuntiva²⁸. Dall'altro lato, la posizione patrimoniale dell'assicuratore è influenzata dall'ammontare complessivo delle commissioni ricevute dall'assicurato e dal totale della prestazione aggiuntiva da corrispondere all'assicurato²⁹.

Rispetto alle posizioni delle parti, l'evento incerto costituito dall'oscillazione dei titoli di riferimento avrà un'incidenza, in via primaria, sul controvalore che dovrà ricevere l'assicurato e, marginalmente, sull'ammontare della prestazione aggiuntiva che dovrà pagare l'assicuratore, se anche questo è legato in percentuale a tali oscillazioni³⁰. Laddove le commissioni siano legate ai premi di volta in volta pagati dall'assicurato, nel caso in cui la corresponsione di questi sia periodica, anche il verificarsi dell'evento sulla vita umana costituisce un evento incerto idoneo ad incidere sulla situazione patrimoniale dell'assicuratore, oltre che dell'assicurato³¹. Occorre osservare che nel caso delle polizze *unit-*

²⁷ Ossia che preveda una prestazione aggiuntiva in capo all'assicuratore, oltre alla mera corresponsione del controvalore dei premi investiti.

²⁸ Cfr. AA. VV., *Polizze unit linked ed index linked - Aspetti civilistici e tributari*, Quaderno n. 2, I Quaderni ODCEC di Bologna, 2018, 18; G. LOZZI, op. cit., 133, 134; L.M. QUATTROCCHIO, *Polizze Unit Linked e Index linked*, in *Il nuovo diritto delle società*, 1, 2013, 91, 113; A.M. PANCALLO, *Le polizze linked e le esigenze di tutela degli investitori*, in *Contratto e Impresa*, 2019, n. 2, 736.

²⁹ *Ibid.*

³⁰ C. d'Appello di Bari, 775/2025 e 678/2025.

³¹ Si noti come il riferimento non sia alla classica relazione fra il tempo in cui si verifica l'evento sulla vita umana e la connessa corresponsione dei premi. Infatti, l'ammontare dei premi versati (dovuto a quando in concreto si verifica l'evento) non ha un impatto

linked, la quantità di premi pagati dall'assicurato non ha alcun impatto sulla posizione patrimoniale dell'assicuratore, in quanto questi ultimi sono investiti in strumenti finanziari fino al verificarsi dell'evento sulla vita umana, quando il relativo controvalore sarà corrisposto all'assicurato. Ciò che invece ha un'incidenza sulla posizione dell'assicuratore è la quantità di commissioni pagate dall'assicurato. Assumendo che queste ultime siano pagate in coincidenza con la corresponsione dei premi, più tardi si realizza l'evento sulla vita umana, più commissioni riceverà l'assicuratore.

Al fine di decretare se vi sia un evento incerto che abbia un'effettiva incidenza sulla posizione dell'assicuratore complessivamente considerata, deve essere confrontato, da un lato, il quantitativo di commissioni ricevute dall'assicuratore (dovuto al momento in cui si realizza l'evento sulla vita umana) e, dall'altro lato, l'ammontare della prestazione aggiuntiva corrisposta dallo stesso (dovuta all'andamento dei parametri finanziari di riferimento)³². Laddove risulti incerto se la differenza fra questi due

sulla posizione patrimoniale di una parte in relazione all'altra. In una normale polizza assicurativa, prima si verifica l'evento sulla vita umana (e meno premi, quindi, avrà pagato l'assicurato), maggiore sarà la perdita riportata dall'assicuratore (che, in ogni caso, sarà tenuto al pagamento della sua prestazione). Ci sarà un momento a partire dal quale, invece, in qualsiasi tempo si realizzi l'evento sulla vita umana l'ammontare dei premi ricevuti dall'assicuratore sarà sempre più elevato della prestazione a cui questi è tenuto: da questo momento in poi, più tardi si verifica l'evento sulla vita umana, maggiore sarà il guadagno dell'assicuratore. Cfr. D.C.M. DICKSON, M.R. HARDY, H.R. WATERS, *Actuarial Mathematics for Life Contingent Risks*, 3rd ed., Cambridge University Press, 2; N.L. BOWERS, H.U. GERBER, J.C. HICKMAN, D.A. JONES, C.J. NESBITT, *Actuarial Mathematics*, 2nd ed., Society of Actuaries, capitoli 3, 4 e 5.

³² Ora, può anche essere rilevato che l'ammontare finale della prestazione aggiuntiva, se è determinato in una percentuale del controvalore del patrimonio investito, è in parte anch'esso influenzato dal quantitativo dei premi versati dall'assicurato (e investiti), e dunque, in ultima analisi, dal momento di verifica dell'evento sulla vita umana. Quindi, se è vero che più tardi tale evento si realizza, più commissioni l'assicuratore riceverà e dunque più probabile sarà che le commissioni ricevute saranno più alte della prestazione aggiuntiva cui è obbligato, è anche vero che più tardi l'evento sulla vita umana si realizza, più premi saranno investiti, più alto sarà quindi il controvalore da

importi (determinati entrambi dall'occorrenza di eventi incerti) possa essere positiva o negativa, può dirsi che sussistono uno o più eventi incerti idonei ad avere un'incidenza sulla posizione patrimoniale dell'assicuratore, di talché quest'ultimo possa sia arricchirsi che impoverirsi.

Gli stessi fattori, *mutatis mutandi*, devono essere considerati per valutare la posizione dell'assicurato: ammontare dei premi e delle commissioni pagate (dato dal tempo di verifica dell'evento sulla vita umana) e controvalore dei premi investiti, inclusivo della prestazione aggiuntiva (dato dall'andamento dei parametri finanziari di riferimento). L'incertezza sulla posizione patrimoniale dell'assicurato deriva in primo luogo dall'andamento degli indici finanziari, che determinano il controvalore dei premi investiti e l'ammontare della prestazione aggiuntiva. Tali somme devono essere confrontate con l'ammontare complessivo dei premi e delle commissioni pagate. La preminente incidenza delle oscillazioni del mercato di riferimento sulla posizione patrimoniale dell'assicurato fa sì che per quest'ultimo sia praticamente certa la possibilità sia di arricchirsi che di impoverirsi.

Nel caso in cui la percentuale del controvalore del totale dei premi investiti, determinante la quantificazione della prestazione aggiuntiva, sia di una misura tale che l'ammontare delle commissioni possa molto probabilmente risultare superiore alla stessa, allora tale prestazione aggiuntiva potrà dirsi trascurabile³³. In questi casi, infatti, è molto

corrispondere all'assicurato (a parità di andamento dei mercati) e dunque più alta la prestazione aggiuntiva che costituisce una percentuale di tale controvalore.

³³ Questo risulta essere il caso delle polizze *unit-linked* trattate dalle sentenze in commento, a mente delle quali l'obbligazione garantita dell'assicuratore, consistendo in una somma pari al 101% del controvalore delle somme investite, non era idonea a ripristinare l'equilibrio delle prestazioni. C. d'Appello di Bari, 678/2025: "*Risulta quindi evidente come la causa della polizza esuli dallo schema contrattuale dell'assicurazione sulla vita per assumere la connotazione propria del contratto di investimento in strumenti finanziari, attesa la centralità del rischio concernente la performance del prodotto finanziario, interamente a carico dell'investitore e legato non al*

improbabile che esista³⁴ uno scenario in cui l'assicuratore si impoverisce. Infatti, anche se un evento incerto – l'andamento degli indici finanziari di riferimento – può avere un'incidenza sull'ammontare della prestazione aggiuntiva, tale incidenza dovrà essere mitigata dalla presenza del *quantum* delle commissioni percepite. Quando la percentuale relativa alla prestazione aggiuntiva è irrisoria, è molto probabile che l'ammontare definitivo sia inferiore alle commissioni ricevute dall'assicuratore. In questi casi, anche la presenza della prestazione aggiuntiva in capo all'assicuratore non è comunque idonea a ripristinare l'equilibrio nell'allocazione del rischio, e dunque ad integrare la bilateralità dell'alea. Conseguentemente, risulterà disatteso anche il requisito della bilateralità dell'alea, necessario per la sussunzione di un contratto nella categoria dei contratti assicurativi.

5. Confronto con i contratti derivati finanziari

A questo punto, sulla base di quanto sopra considerato, sembra interessante scomporre le prestazioni tipiche di una polizza *unit-linked* che preveda: (i) una prestazione aggiuntiva sostanziosa e non irrisoria³⁵ in capo all'assicuratore (ulteriore alla corresponsione del controvalore del patrimonio investito) rappresentata da una percentuale del suddetto

fattore tempo, ma alle dinamiche dei mercati mobiliari, al rendimento del titolo ed alla solvibilità dell'emittente, a fronte di un rischio demografico del tutto marginale, essendo l'entità della prestazione garantita, a fronte del capitale versato, talmente irrisoria da vanificare completamente l'equilibrio delle prestazioni in caso di perdita di valore -anche integrale- degli asset compresi nel portafoglio.”

³⁴ *Ibid.* Il riferimento alla probabilità (e non alla totale certezza) deriva dal legame della prestazione aggiuntiva con il controvalore del patrimonio investito, soggetto alle oscillazioni dell'andamento finanziario. Anche le sentenze in commento fanno riferimento alla “marginalità” (e non alla totale inesistenza) del rischio demografico assunto dall'assicuratore in virtù della presenza della prestazione aggiuntiva garantita.

³⁵ Avente le caratteristiche sopra descritte, tali per cui anche l'assicuratore può sia arricchirsi che impoverirsi.

controvalore (prestazione principale); e (ii) la corresponsione periodica dei premi e delle commissioni da parte dell'assicurato.

In particolare, separando, da un lato, le prestazioni consistenti nel pagamento dei premi da parte dell'assicurato e del rispettivo controvalore a valle dell'investimento da parte dell'assicuratore, e dall'altro, le prestazioni consistenti nel pagamento delle commissioni da parte dell'assicurato e della prestazione aggiuntiva da parte dell'assicuratore, sulla base di quanto emerso nel paragrafo precedente, sembra possano configurarsi due tipologie di servizi differenti che l'assicuratore presterebbe all'assicurato con riferimento all'una e all'altra porzione di polizza *unit-linked*. Con riferimento alla prima porzione, l'assicuratore presterebbe il servizio di investimento di esecuzione di ordini per conto del cliente o gestione di portafogli del cliente tramite il collocamento dei titoli presso cui investe i premi versati dall'assicurato³⁶; con riferimento alla seconda, presterebbe il servizio di investimento di negoziazione per conto proprio, assumendo una posizione di rischio quale controparte dell'assicurato³⁷. In questa seconda porzione della polizza, infatti, la prestazione aggiuntiva dell'assicuratore – che, si ricorda, è prevista in misura non irrisoria – sarebbe esposta all'oscillazione dei parametri finanziari di riferimento e la prestazione dell'assicurato, consistente nel

³⁶ Sulla natura solitamente gestoria dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimenti, v. F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 21 e ss.; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 395; A. TUCCI, *Il rapporto intermediario/cliente, tra "servizio" e "contratto"*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, 826 e ss.

³⁷ V. TROIANO, *Negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2012, 224 ss. Sulla necessaria sussistenza di conflitto di interessi fra intermediario (assicuratore) e investitore (assicurato), cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *D. disc. priv.*, sez. civ., Agg., vol. V, Torino, 2010, 365; ID., *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 779 ss.

pagamento periodico delle commissioni, sarebbe esposta all'elemento incerto del tempo di verifica dell'evento sulla vita umana. La differenza fra tali due valori (prestazione aggiuntiva dell'assicuratore e commissioni dell'assicurato) rappresenterebbe l'utilità o la perdita riportata, rispettivamente da ciascuna parte, per effetto dell'esecuzione di tale porzione del contratto.

A ben guardare, pare che nelle condizioni della seconda frazione di polizza *unit-linked* sopra descritte possano essere rinvenute alcune delle caratteristiche proprie dei contratti finanziari derivati c.d. OTC (*over the counter*)³⁸. In particolare, sembrerebbe essersi alla presenza di un derivato "composto", in quanto entrambe le parti sono esposte in modo speculare a due eventi incerti: le variazioni di parametri finanziari sottostanti e il tempo di verifica dell'evento sulla vita umana³⁹. Più tardi quest'ultimo si verificherà, più commissioni incasserà l'assicuratore e specularmente

³⁸ P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, op. cit., 195 e ss. Sembra dunque che le polizze *unit linked* (meglio, una loro specifica porzione) possano considerarsi dei contratti derivati OTC (*over the counter*), ovvero negoziati ed eseguiti al di fuori di mercati regolamentati. Questo perché costituiscono contratti che esplicano i loro effetti dall'inizio alla fine, non essendo suscettibili di creare posizioni giuridiche che circolano indipendentemente dal rapporto sottostante. V. Comunicazione Consob n. 9019104/2009. Cfr. L. SASSO, *L'impatto sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur. Comm.*, 2012, I, 899 ss. Inoltre, proprio come nelle polizze *unit-linked*, nei derivati OTC l'intermediario non negozia uno strumento finanziario per conto del cliente ma diventa controparte dello stesso, rientrando nell'ambito della prestazione del servizio di investimento di negoziazione per conto proprio (artt. 1, comma 5, lett. a) e 18 t.u.f.). Attraverso la stipula del contratto con il cliente (assicurato), l'intermediario (assicuratore) determina la nascita dello strumento derivato. R. TAROLLI, *I derivati tra funzione di copertura e problemi di asimmetria*, in F. CORTESE, F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 127 e ss.; M. DE MARI, L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, 46.

³⁹ Riguardo la necessità di consentire alle parti di stabilire liberamente le modalità di incidenza dell'evento incerto sulla propria posizione patrimoniale, cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, op. cit., 207; V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 985.

verserà l'assicurato. Migliore sarà l'andamento degli indici finanziari, maggiore sarà il *quantum* della prestazione aggiuntiva che incasserà l'assicurato e specularmente verserà l'assicuratore. Entrambe le prestazioni delle parti sono legate alla verifica di un evento incerto. Sembrerebbe dunque integrata la caratteristica, tipicamente attribuita ai derivati, di imporre un'alea bilaterale sulle parti, sussistendo incertezza *ab origine*, non sul valore delle prestazioni delle parti, bensì sull'entità delle stesse⁴⁰. Essendo la prestazione aggiuntiva dell'assicuratore legata all'andamento del controvalore del patrimonio investito, il *quantum* di quest'ultima risulterebbe incerto, così come incerto risulterebbe l'ammontare definitivo di commissioni pagate dall'assicuratore determinato dal tempo di verifica dell'evento sulla vita umana.

Anche il fattore della non correlazione dell'incidenza dell'evento incerto sulle posizioni giuridiche delle parti⁴¹ risulterebbe rispettato. Infatti, da un lato, a seconda dell'oscillazione degli indici finanziari cui è parametrata la prestazione dell'assicuratore, questi si impoverisce o si arricchisce in maniera speculare rispetto a quanto, rispettivamente, si arricchisce o si impoverisce l'assicurato. Dall'altro lato, a seconda del tempo di verifica dell'evento sulla vita umana, l'assicurato si impoverisce di un ammontare pari alle commissioni pagate, specularmente rispetto a quanto se ne arricchisce l'assicuratore. La differenza fra commissioni pagate (determinate dal tempo di verifica dell'evento sulla vita umana) e ammontare della prestazione aggiuntiva (determinato dall'andamento dei parametri finanziari di riferimento) costituirebbe il differenziale su cui si incentra il contratto derivato⁴².

⁴⁰ Cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, op. cit., 181.

⁴¹ M. PARADISO, *I contratti di gioco e scommessa*, Milano, 2003, 77 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 201 ss.

⁴² E. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, Milano, 2010, 17.

La sussunzione della sopra descritta porzione delle polizze *unit-linked*⁴³ nel paradigma dei contratti derivati finanziari porta a denegarne la natura di contratto assicurativo riconoscendole una diversa causa, ma altrettanto fondata su una considerazione relativa all’allocazione del rischio. Infatti, considerando le polizze *unit-linked* (*rectius*, una loro porzione) quali derivati finanziari e il ruolo dell’assicuratore quale controparte dell’assicurato nel contratto derivato (e quindi detentore di una posizione di rischio sugli stessi titoli e non solo collocatore degli stessi)⁴⁴, si esclude l’appartenenza delle polizze *unit-linked* ai contratti assicurativi ricostruendone una causa sì diversa ma sempre fondata sull’allocazione del rischio (che si risolve nella gestione del rischio tramite la bilateralità dell’alea nei contratti derivati finanziari, e nella funzione previdenziale nei contratti assicurativi). Differentemente, con riferimento all’altra frazione in cui può scomporsi la polizza *unit-linked*, considerando la stessa rappresentativa di un contratto di investimento e il relativo ruolo della compagnia di assicurazione quale prestatrice di un servizio di investimento (di esecuzione di ordini per conto del cliente o gestione di portafogli del cliente)⁴⁵, si giunge a decretare l’estraneità di questi contratti dall’alveo dei contratti assicurativi riconoscendo l’assenza del fattore rischio nella ricostruzione della loro causa⁴⁶. Dunque, entrambe le componenti che possono individuarsi in una polizza *unit-linked* che preveda una prestazione aggiuntiva di entità sostanziosa hanno una causa estranea a quella tipica di un contratto

⁴³ Polizze *unit-linked* che prevedono una prestazione aggiuntiva, ulteriore rispetto al controvalore dei premi investiti, legata all’andamento dei titoli.

⁴⁴ Vedi *supra* nn. 35, 36.

⁴⁵ *Ibid.*

⁴⁶ Non essendoci traslazione del rischio in capo all’assicuratore, non si integra la funzione previdenziale tipica dei contratti assicurativi. Infatti, la “*componente di rischio rileva in senso causale solo nel contratto d’assicurazione, mentre nel contratto d’investimento il rischio è estraneo alla causa e rientra nella normale alea contrattuale*”. V. *supra* n. 10.

assicurativo, ma in un caso questa è comunque incentrata sull'elemento del rischio.

Ciò porterebbe a concludere che anche laddove sia prevista una prestazione aggiuntiva in misura sostanziosa, questa non sarebbe idonea a ripristinare l'allocazione di rischio necessaria ad integrare la funzione previdenziale sottostante ai contratti assicurativi sulla vita. Si sarebbe comunque in presenza di un contratto avente natura finanziaria⁴⁷. In particolare, un contratto finanziario derivato OTC, nel quale la compagnia assicuratrice è prestatrice di un servizio di investimento in negoziazione per conto proprio, l'espletamento del quale costituisce l'atto costitutivo del contratto derivato.

È chiaro che considerare talune polizze *unti-linked* (o meglio, una loro specifica porzione) alla stregua di contratti derivati OTC costituisce un esercizio di speculazione mentale che si scontra con alcune necessarie riflessioni. Infatti, ad esempio, se anche nel caso in esame (proprio come nei derivati) non si rinviene nelle prestazioni delle parti un semplice trasferimento/apprensione dell'attività fondamentale, non è comunque riscontrabile la stipulazione iniziale del differenziale quale oggetto del contratto, costituendo al più un effetto dello stesso⁴⁸. Tuttavia, guardare

⁴⁷ Da ciò deriverebbe l'applicazione degli obblighi di condotta relativi alla prestazione dei servizi di investimento (comprensivi di quello ex art. 23 t.u.f.). Sul punto cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, op. cit., 196: “[...] da siffatta intrinseca impossibilità di distinguere il contratto di investimento dallo strumento finanziario che ne dovrebbe costituire l'oggetto o, più esattamente, dalla coincidenza tra il primo e il secondo, deriva l'applicabilità al derivato medesimo – in quanto anche “contratto di investimento” – della cospicua disciplina sui servizi di investimento, con la conseguenza che allo stesso trovano applicazione, contemporaneamente, le regole del t.u.f. relative agli strumenti finanziari e, appunto, quelle proprie dei servizi e delle attività di investimento.” Cfr. anche P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, op. cit., 126 e ss.

⁴⁸ E. GIRINO, op. cit., 17.

tali polizze da una simile angolazione ne fa apprezzare ancora una volta la natura essenzialmente finanziaria.

6. La posizione delle corti

La posizione assunta dalla Corte d'Appello nelle due pronunce qui analizzate si pone nel solco dell'orientamento giurisprudenziale interno prevalente, che supera il *nomen* formalmente attribuito a questi contratti per valutarne la concreta funzione economica⁴⁹. Pertanto, la caratterizzazione formale di tali polizze quali contratti assicurativi non impedisce di riconoscerne la natura di prodotto finanziario sulla base della piena sopportazione del rischio da parte dell'assicurato e dell'irrisorietà dell'entità della prestazione garantita, incapace di ripristinare l'equilibrio nell'allocazione del rischio⁵⁰.

Allargando lo sguardo all'Unione Europea, invece, l'interpretazione adottata dalla Corte di Giustizia risulta diametralmente opposta. La CGUE, infatti, non si focalizza sulle caratteristiche della prestazione dell'assicuratore, ma fa discendere la qualificazione di un contratto quale assicurativo dalla mera presenza di un'obbligazione in capo all'assicuratore al verificarsi dell'evento assicurato⁵¹. Fermandosi al semplice riscontro della previsione di una prestazione in capo all'assicuratore, la Corte di Strasburgo sembra non essere in grado di rilevare la funzione prettamente di investimento di questa tipologia di prodotti. O meglio, pur notando la

⁴⁹ V. *supra* nn. 4, 8.

⁵⁰ *Ibid.*

⁵¹ V. Sentenza C-542/16; Sentenza del 17 marzo 2016, *Aspiro*, C-40/15; C-349/96, punto 17, e C-8/01, punto 39; Sentenze del 25 febbraio 1999, *CPP*, C-349/96, punto 17, e del 26 marzo 2015, *Litaksa*, C-556/13, punto 28.

pregnante connotazione delle polizze in parola quale prodotto finanziario, ne stabilisce comunque l'appartenenza al novero dei contratti assicurativi. Infatti, la stessa Corte UE, nella Sentenza C-542/16, precisa che *“può sembrare illogico che in detti contratti sia proprio l'assicurato ad assumere i rischi finanziari, ma così è”*⁵².

La Corte di Giustizia dell'Unione Europea, dunque, non richiede che una polizza, per essere qualificata come contratto assicurativo, preveda l'assunzione del rischio demografico da parte dell'assicuratore. L'elemento ritenuto essenziale è, invece, il mero impegno dell'assicuratore ad eseguire una prestazione, al verificarsi dell'evento assicurato⁵³. E questa prestazione potrebbe consistere proprio nel pagamento del valore delle quote dei fondi in cui i premi versati dal contraente sono stati investiti.

Ad un primo sguardo, tale classificazione operata in sede europea, in connessione con talune disposizioni dell'ordinamento italiano⁵⁴, potrebbe condurre a ritenere le disposizioni relative alla prestazione di servizi di investimento inapplicabili alle polizze *unit-linked*. In particolare, occorre partire dalla lettera dell'invocato art. 23 t.u.f., che al comma 1 prescrive l'obbligatorietà della forma scritta per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento *“in conformità a quanto previsto dagli atti delegati della direttiva 2014/65/UE”*⁵⁵. A tal proposito, infatti, il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 all'articolo 58, comma 1, stabilisce che *“le imprese di*

⁵² V. Sentenza C-542/16, cit., nt. 19: *“Può sembrare illogico che in detti contratti sia proprio l'assicurato ad assumere i rischi finanziari, ma così è. I prodotti di investimento basati sulle assicurazioni possono perfino essere, in realtà, molto poco “sicuri”, se si intende tale aggettivo nel suo significato comune di certo, indubbio o esente da rischi”*.

⁵³ Cfr. E. GUFFANTI, op. cit., 1403 ss.

⁵⁴ Art. 23, comma 1, D.lgs. 58/1998 (t.u.f.): *“I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori, sono redatti per iscritto, in conformità a quanto previsto dagli atti delegati della direttiva 2014/65/UE, e un esemplare è consegnato ai clienti. [...]”*

⁵⁵ *Ibid.*

investimento che prestano a un cliente un servizio di investimento o servizio accessorio di cui all'allegato I, sezione B, punto 1, della direttiva 2014/65/UE dopo la data di applicazione del presente regolamento stipulano con il cliente un accordo di base per iscritto, su supporto cartaceo o altro supporto durevole, che stabilisce i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente."⁵⁶ Ora, la direttiva 2014/65/UE esclude espressamente le imprese di assicurazione dal proprio ambito di applicazione⁵⁷. Pertanto, ciò potrebbe indurre ad escludere, di riflesso, l'applicazione dell'obbligo di sottoscrizione del contratto quadro *ex art. 23 t.u.f.* ai contratti qualificati come assicurativi. Proprio perché questo obbligo è previsto in conformità con un atto legislativo dell'UE la cui applicazione alle imprese assicurative è esclusa.

Tuttavia, vi sono alcuni elementi rinvenibili nelle direttive rilevanti su questi temi che portano a considerare come anche il diritto unionale propenda in realtà per una caratterizzazione delle polizze *unit-linked* come prodotti finanziari e, in particolare, consenta (o addirittura suggerisca) di applicare agli stessi le cautele previste dalla disciplina sugli strumenti finanziari⁵⁸.

Anzitutto, si è visto che l'obbligo di stipula di un contratto quadro per iscritto relativo alla prestazione di servizi di investimento (art. 23 t.u.f.) viene previsto in conformità agli atti delegati della direttiva 2014/65/UE. Tale direttiva, c.d. MiFID II, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, contiene fra le altre cose anche una definizione di "prodotto di

⁵⁶ V. allegato I della direttiva 2014/65/UE (reperibile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065>).

⁵⁷ Il considerando n. 27 della direttiva 2014/65/UE recita che "È opportuno escludere dall'ambito di applicazione della presente direttiva le imprese di assicurazione (vita)", e l'art. 2, comma 1 della stessa stabilisce che "La presente direttiva non si applica: a) alle imprese di assicurazione né alle imprese che svolgono le attività di riassicurazione e di retrocessione di cui alla direttiva 2009/138/CE quando svolgono le attività di cui alla suddetta direttiva".

⁵⁸ L. M. QUATTROCCHIO, op. cit., 112.

investimento assicurativo” che qualifica come “*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*”⁵⁹. La tipica struttura delle polizze *unit-linked* coincide con questa definizione⁶⁰ e, in particolare, vi rientrano anche le polizze di cui alle sentenze in commento. Ciò perché queste ultime, oltre a prevedere l’esposizione alle fluttuazioni del mercato, prevedono che la prestazione di pagamento del capitale da parte dell’assicuratore non sussista solo in caso di decesso, ma altresì nell’ipotesi di riscatto totale o parziale⁶¹. Questa previsione risulta fondamentale al fine di ricondurre tali polizze *unit-linked* alla definizione di “prodotto di investimento assicurativo” di cui sopra, che invece esclude espressamente, *inter alia*, i “*contratti assicurativi vita, qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o infermità.*”⁶² In sintesi, quindi, il fatto che in una polizza *unit-linked*, come in quelle avute ad oggetto dalle sentenze qui in analisi, l’entità della prestazione di pagamento dell’assicuratore in caso di riscatto sia dipendente dall’andamento di parametri finanziari rende tale polizza un “prodotto di investimento assicurativo”⁶³.

Il considerando n. 87 della direttiva 2014/65/UE, poi, mette in luce come taluni contratti assicurativi siano offerti ai consumatori come alternative

⁵⁹ Direttiva 2014/65/UE, art. 91, comma 1, lett. b). Cfr. BRIZI, *Le nuove categorie normative in materia di prodotti assicurativi finanziari*, in *Danno e Responsabilità*, 1, 2019, 24 s.; A. M. PANCALLO, op. cit., 741 ss.

⁶⁰ G. LOZZI, op. cit., 112, 113, 133.

⁶¹ C. d’Appello di Bari, 775/2025 e 678/2025.

⁶² Direttiva 2014/65/UE, art. 91, comma 1, lett. b).

⁶³ Cfr. G. MICCOLIS, op. cit., 631, 632; D. M. MARINO, C. CIMARELLI, A. PANTALEO, *Lo Schema di Decreto Legislativo recante attuazione alla direttiva IDD. Un primo sguardo d’insieme ad alcune delle nuove disposizioni*, in www.dirittobancario.it, 2018, 1.

agli strumenti finanziari che sono disciplinati dalla direttiva stessa⁶⁴. Se pure è vero che ciò conduce ad affermare una differenziazione nella disciplina dei contratti assicurativi “di investimento”, da un lato, da quella degli strumenti finanziari disciplinati dalla MiFID II (in quanto “alternative”), dall’altro, non può in ogni caso omettersi di considerare quanto specificato subito di seguito dalla stessa direttiva. Allo stesso considerando n. 87, infatti, si legge che *“al fine di fornire una protezione coerente ai clienti al dettaglio e garantire condizioni di parità per prodotti simili, è importante che i prodotti di investimento assicurativo siano sottoposti a opportuni requisiti”*⁶⁵. In questo passaggio vengono quindi sostanzialmente equiparati i prodotti di investimento assicurativo agli strumenti finanziari disciplinati dalla MiFID II, con particolare riferimento all’opportunità di una livellata tutela dei clienti rispetto a prodotti che presentano rischi comparabili.

La statuizione più forte, però, si riscontra nel punto in cui la direttiva, prima di precisare che la sede più adeguata di trattazione della disciplina dei prodotti assicurativi di investimento è quella della revisione della direttiva 2002/92/CE, premette che *“i requisiti di protezione degli investitori di cui alla presente direttiva dovrebbero quindi essere applicati in condizioni di parità agli investimenti preassemblati in contratti assicurativi”*⁶⁶. Il considerando n. 87, infine, si chiude con la considerazione secondo cui *“la futura normativa unionale che disciplinerà le attività degli intermediari assicurativi e delle imprese di assicurazione dovrebbe garantire adeguatamente un approccio normativo coerente sulla distribuzione di prodotti finanziari diversi che risponda a esigenze simili degli investitori*

⁶⁴ Considerando n. 87 della direttiva 2014/65/UE: *“Gli investimenti che riguardano contratti assicurativi sono spesso messi a disposizione dei consumatori come potenziali alternative agli strumenti finanziari regolamentati dalla presente direttiva o in sostituzione degli stessi. [...]”*

⁶⁵ *Ibid.*

⁶⁶ *Ibid.*

*e che quindi presuppongono sfide confrontabili riguardo alla protezione degli investitori*⁶⁷.

Quindi, seppure i prodotti di investimento assicurativo – fra cui possono essere ricomprese le polizze *unit-linked* – e gli strumenti finanziari disciplinati direttiva 2014/65/UE non siano ricondotti ad una medesima categoria, lo stesso legislatore europeo si auspica un livello di protezione del consumatore parificato per i due prodotti. Sulla base di quanto esplicitato nel considerando n. 87, infatti, risulta corretto applicare lo stesso livello di protezione degli investitori, richiesto dalla direttiva 2014/65/UE per i prodotti di investimento “classici”, anche a quegli investimenti che sono contenuti nell’ambito della struttura di un contratto assicurativo (proprio come una polizza *unit-linked*). Pertanto, se la stipula di un contratto quadro *ex art. 23 t.u.f.* viene imposta “*in conformità a quanto previsto dagli atti delegati della direttiva 2014/65/UE*”, allora risulta opportuno tenere conto dell’indicazione – impartita da questa stessa direttiva – di applicare il medesimo livello di tutela del cliente anche in relazione a quegli investimenti incorporati in polizze assicurative.

Analizzando, poi, l’esplicita scelta del legislatore unionale di trattare i prodotti assicurativi di investimento separatamente rispetto agli strumenti finanziari della MiFID II, ci si rende comunque conto di come anche in questo caso la tensione verso un’uniformità di disciplina in punto di tutela del cliente non possa essere trascurabile. Infatti, come anticipato, la direttiva 2014/65/UE ha ritenuto opportuno disciplinare i prodotti assicurativi di investimento tramite una modifica all’allora vigente direttiva in materia di intermediazione assicurativa, la n. 2002/92/CE, integrata e sostituita poi dalla direttiva 2016/97/UE (c.d. *Insurance Distribution*

⁶⁷ *Ibid.*

Directive, “IDD”)⁶⁸. Quest’ultimo atto legislativo dell’Unione, al considerando n. 10, da un lato, prevede che “*è importante prendere in considerazione la natura specifica dei contratti di assicurazione rispetto ai prodotti di investimento disciplinati dalla direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio*”, ma, dall’altro, specifica che “*la distribuzione dei contratti di assicurazione, compresi i prodotti di investimento assicurativi, dovrebbe pertanto essere regolamentata dalla presente direttiva e allineata alla direttiva 2014/65/UE*.”⁶⁹

In aggiunta, il considerando n. 56 della stessa direttiva torna sull’alternatività dei prodotti di investimento assicurativi rispetto agli altri prodotti di investimento⁷⁰ da un’altra prospettiva, specificando che “*al fine di garantire una valida protezione degli investitori ed evitare il rischio di arbitraggio regolamentare, è importante che i prodotti di investimento assicurativi siano assoggettati, oltre che alle norme di comportamento definite per tutti i prodotti assicurativi, anche a norme specifiche che tengano conto della componente di investimento contenuta in tali prodotti*”.

Nel passaggio sopra riportato viene introdotto il rischio di “arbitraggio regolamentare” con riferimento alla normativa applicabile ai prodotti di investimento assicurativi. In particolare, viene esplicitato che evitare l’elusione delle disposizioni a tutela degli investitori – in virtù di un’erronea classificazione su base nominalistica di contratti che contengono in realtà una forte componente di investimento – deve costituire obiettivo della disciplina degli strumenti in questione. Si tratta di un concetto che pone al centro l’effettività della tutela, riconducendo l’applicazione di determinate disposizioni alla vera natura dei contratti offerti ai clienti. Da questo punto

⁶⁸ Cfr. A. M. PANCALLO, op. cit., 741 ss.

⁶⁹ Direttiva 2016/97/UE, considerando n. 10.

⁷⁰ V. direttiva 2016/97/UE, considerando n. 56: “*I prodotti di investimento assicurativi sono spesso prospettati ai clienti come possibile alternativa o in sostituzione di prodotti di investimento soggetti alla direttiva 2014/65/UE.*”

di vista, l'orientamento adottato dalla giurisprudenza italiana rispetto alla classificazione delle polizze *unit-linked* risulta pienamente in linea con questo approccio. Infatti, può ritenersi che il rischio di arbitraggio regolamentare possa essere riferito non solo a diversi ordinamenti nazionali, ma anche alle diverse normative nell'ambito di uno stesso ordinamento. Se si negasse l'applicabilità dell'art. 23 t.u.f alla sottoscrizione di polizze *unit-linked*, in forza della non riconosciuta qualificazione delle stesse quali contratti di investimento, si permetterebbe di sfruttare tale differenza regolamentare interna fra prodotti assicurativi e prodotti di investimento, per eludere l'applicazione di norme a tutela della clientela rispetto a contratti solo formalmente assicurativi ma che celano una prevalente (se non esclusiva) componente di investimento finanziario.

7. Conclusioni

Dall'analisi della causa dei contratti *unit-linked* emerge con chiarezza la loro natura eminentemente finanziaria. Addirittura, in un'interpretazione speculativa, si potrebbero persino riconoscere, in una specifica porzione di determinate tipologie di polizze *unit-linked*, profili assimilabili a quelli dei contratti derivati finanziari OTC. Anche scomponendo le prestazioni di tali tipi di polizze in due differenti "momenti" economico-finanziari e prestazioni da parte dell'assicuratore – vale a dire, esecuzione di ordini/gestione di portafogli, da un lato, e negoziazione per conto proprio, dall'altro – le diverse cause riferibili a tali due porzioni del contratto confermano la natura finanziaria dello stesso. Queste considerazioni rafforzano l'orientamento ormai consolidato, nella dottrina quanto nella giurisprudenza interna, che qualifica le polizze *unit-linked* come contratti di investimento piuttosto che come contratti propriamente assicurativi.

Con riferimento alla prospettiva del diritto dell'UE, alla luce di quanto sopra analizzato, pare che il legislatore unionale propenda verso una modulazione della normativa relativa alla sottoscrizione di prodotti assicurativi di investimento (e quindi anche delle polizze *unit-linked*) volta all'effettiva tutela dell'investitore, in linea con quanto previsto dalla direttiva MiFI II in relazione agli strumenti finanziari "tradizionali".

Infatti, se da un lato si esclude esplicitamente dall'ambito applicativo della MiFID II qualsiasi "attività" assicurativa, rimandandone la disciplina alle direttive in materia (direttiva 2002/92/CE e poi direttiva (UE) 2016/97), dall'altro risulta chiara intenzione del legislatore unionale garantire lo stesso livello di tutela del cliente previsto dalla MiFID II anche in relazione ai prodotti assicurativi di investimento, quali, ad esempio, le polizze *unit-linked*. Pertanto, il fatto che l'obbligo di stipula di un contratto quadro in forma scritta sia previsto solo da un atto delegato della direttiva 2014/65/UE, non applicabile ai contratti assicurativi, e non anche dalla IDD (o dalla direttiva 2002/92/CE) e/o da un relativo atto delegato, risulta non in linea con il programma indicato dal legislatore europeo stesso. Sotto questo profilo, infatti, quello introdotto con la MiFID II (e la IDD stessa) sembra essere un vero e proprio piano programmatico per la disciplina relativa a quei contratti assicurativi che "celano" nel loro impianto un investimento finanziario, che vuole evitare una differenziazione nella tutela della clientela in casi nei quali il rischio finanziario del prodotto offerto sia simile. Pertanto, non prevedere espressamente un obbligo di stipula in forma scritta di un contratto quadro relativo alla sottoscrizione di prodotti assicurativi di investimento costituisce una mancanza di attuazione dell'impianto regolatorio proposto nelle direttive richiamate.

Ai fini di una disciplina organica della materia, che dia seguito a quanto espresso dalla MiFID II, è quindi opportuna una previsione in questo senso in sede europea e, in ogni caso, un allineamento completo della disciplina dell'offerta di prodotti assicurativi di investimento a quella degli altri prodotti finanziari. A ben guardare, tuttavia, l'IDD contiene una previsione che consente direttamente agli ordinamenti nazionali di implementare la parità di tutela fra gli strumenti finanziari disciplinati dalla MiFID II e i prodotti assicurativi di investimento, con riferimento alle fasi precedenti la sottoscrizione di un contratto (di investimento assicurativo). Infatti, l'art. 29, al comma 3, prevede che “*gli Stati membri possono imporre ai distributori requisiti più rigorosi in relazione alle materie disciplinate dal presente articolo.*”⁷¹ Tale articolo è rubricato “*Informazioni al cliente*” e impone che vengano fornite ai clienti “*in tempo utile prima della conclusione di un contratto, informazioni appropriate in relazione alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi e in relazione a tutti i costi e agli oneri connessi*”, senza tuttavia specificare la forma attraverso la quale tali informazioni debbano essere fornite⁷². L'apertura alla possibilità per gli Stati membri di imporre requisiti più stringenti con riferimento all'obbligo di cui sopra può ben ricomprendere la previsione della stipula di un contratto quadro in forma scritta avente ad oggetto la distribuzione di prodotti assicurativi di investimento. Pertanto, il disposto di questo articolo giustificerebbe l'applicazione dell'art. 23 t.u.f. anche alla sottoscrizione di polizze *unit-linked*.

Si può quindi concludere che l'orientamento della giurisprudenza interna, che fa discendere l'applicabilità dell'art. 23 t.u.f. anche dalla sottoscrizione di polizze *unit-linked* sulla base di una qualificazione *de facto* delle stesse quali

⁷¹ Art. 29, direttiva 2016/97/UE.

⁷² *Ibid.*

prodotto di investimento finanziario, risulta in linea con gli obiettivi di tutela posti dal diritto comunitario. A dispetto del diverso approccio della CGUE che, nonostante la forte componente finanziaria, qualifica comunque le polizze *unit-linked* quali contratti assicurativi, anche il diritto di matrice unionale sembrerebbe in realtà giustificare l'applicazione delle cautele previste per la prestazione di servizi di investimento a quei contratti in cui la prestazione principale dell'assicuratore è ancorata all'andamento di parametri riferiti al mercato mobiliare, seppur formalmente classificati come polizze assicurative.