

ARTICOLI

**Riflessioni introduttive:
riconfigurazione della clientela
degli intermediari e riordino
delle competenze delle Autorità
di vigilanza.**

MIRELLA PELLEGRINI

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
LUISS

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Riflessioni introduttive: riconfigurazione della clientela degli intermediari e riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza.

MIRELLA PELLEGRINI

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
LUISS

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'attenzione verso gli enti previdenziali privatizzati. - 3. Segue: Alcune questioni aperte. - 4. Il riparto di competenze della vigilanza.

1. Premessa

Nell'ambito dei lavori della Commissione presso il MEF per la revisione del Testo Unico della Finanza era chiaro come la primaria esigenza di riforma, con riferimento alla disciplina degli intermediari, fosse quella di realizzare una semplificazione degli oneri regolatori.

Una tale esigenza rispondeva, e tutt'ora risponde, a due ordini di finalità, distinte ma tendenzialmente collegate: da un lato, ragioni di efficienza – e, dunque, di riduzione dei costi operativi e regolatori (tema importante, anche alla luce dei noti rapporti Letta e Draghi e del continuo deterioramento dello scenario economico)^{01,-}; dall'altro lato, finalità di miglioramento della competitività del mercato dei capitali italiano. Necessità, quest'ultima, particolarmente sentita tanto nel contesto domestico, quanto – e più in generale – se ricondotta nel più ampio quadro di riforma e rilancio delle strategie europee dettate in tema di mercato dei capitali.

⁰¹ I rapporti di Enrico Letta ("Much More than a Market", aprile 2024) e Mario Draghi ("The Future of European Competitiveness", settembre 2024) costituiscono due pilastri strategici per il rilancio dell'UE. Per una sintesi v. Senato della Repubblica, Legislatura 19^a - Dossier n. 142 DE, consultabile su https://www.senato.it/printable/route/sen_showdoc.show_doc_controller_structure?leg=19&tipodoc=DOSSIER&id=1474927&idoggetto=0&part=dossier_dossier1-sezione_sezione1-h2_h21&printable_format=print&legislature=19.

Sulla base di queste due finalità è dunque possibile individuare la logica alla base delle modifiche suggerite alla disciplina degli intermediari e all'assetto della vigilanza. Modifiche, queste, senza dubbio incentivanti un sistema rinnovato e nel quale, a valle del processo di riforma, pare quantomeno legittimo domandarsi oggi se il sopracitato obiettivo sia stato raggiunto.

Con l'obiettivo di dare riscontro a questo interrogativo, nel poco tempo a mia disposizione, vorrei provare a ragionare con voi – nella prospettiva del diritto della regolazione – su due significative modifiche che incidono sulla disciplina degli intermediari, lasciando a margine quelle più direttamente rivolte al risparmio gestito, oggetto di una specifica sessione. Intendo concentrarmi su:

- 1) la riconfigurazione della clientela degli intermediari e, quindi, la qualificazione degli enti previdenziali privatizzati – le “Casse”, per usare un termine più colloquiale – nei termini di investitore professionale di diritto; e
- 2) il riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza e la semplificazione dei procedimenti autorizzativi.

La scelta di trattare congiuntamente questi due interventi, apparentemente distanti, deriva innanzitutto dal “comune denominatore” che li caratterizza: entrambe le modifiche – dando applicazione concreta ad alcune delle finalità caratterizzanti la riforma del t.u.f. – risultano espressamente giustificate (in questo senso è di conforto anche la “relazione di accompagnamento” al testo di riforma) dalla medesima esigenza di ridurre gli oneri amministrativi a carico degli operatori (leggasi, semplificazione) e, al contempo, garantire una maggiore efficienza del sistema di supervisione (anche e soprattutto con l'intento di realizzare un mercato maggiormente competitivo).

Se la logica sottesa al duplice intervento è chiara e condivisibile, ritengo opportuno svolgere alcune considerazioni riguardo alle implicazioni di entrambe queste modifiche sulla operatività dei mercati.

2. L'attenzione verso gli enti previdenziali privatizzati

Quanto al primo profilo oggetto di analisi, va evidenziato che nell'ambito della riforma della disciplina dettata dal Testo unico della finanza, la riscrittura dell'art. 1, lettera *m-undecies* intende estendere agli enti previdenziali privatizzati la qualifica di “*clienti professionali o investitori professionali di diritto*”⁰², integrando e specificando un proget-

⁰² Cfr. la *Relazione tecnica di accompagnamento* allo “Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal Testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento”, 17 ottobre 2025, spec. p. 8.

to già iniziato dalla c.d. Legge Capitali⁰³.

Con il riconoscimento dello *status* in questione, gli enti previdenziali in oggetto potranno “accedere – sistematicamente – a quelle forme di servizi e investimenti di cui attualmente riescono ad usufruire previo riconoscimento dello status di c.d. “cliente professionale su richiesta”, ad esito di un procedimento, con l’intermediario controparte, che comporta oneri – amministrativi e non – dilazione dei tempi e, nel caso di ritardi dovuti all’acquisizione delle informazioni e degli approfondimenti necessari per il riconoscimento di siffatta qualifica, la perdita di potenziali opportunità di investimento”⁰⁴.

Sotto un profilo tecnico-operativo, le Casse previdenziali privatizzate rivestiranno una doppia qualifica: quella di “*controparte qualificata*” (ex Legge Capitali) per i servizi d’investimento di cui all’art. 1, comma 5, a, b, e c) nonché quella di “*cliente professionale*” (di diritto), per tutti gli altri – ma anche per quelli di cui alle suddette lettere a), b) e c), – laddove il concetto di clienti professionali e controparti qualificate richiede logicamente una diversa incidenza delle tutele, secondo uno schema maggiormente coerente con la vocazione degli enti in questione. Si tratta infatti di enti che, come vedremo meglio più avanti, si caratterizzano per la loro matrice essenzialmente finanziaria e già costituiscono una tipologia di investitore che può accedere a forme di investimento riservate agli investitori professionali.

Gli enti previdenziali in parola saranno considerati alla stregua degli operatori del mercato finanziario con maggiore esperienza – come, ad esempio, i fondi pensione e le fondazioni bancarie – e potranno accedere ad un più ampio ventaglio di investimenti, superando il modello precedente che prevedeva il riconoscimento della qualifica di “*investitori professionali*” su richiesta, solo dopo il superamento di una rigida e onerosa

⁰³ Si veda il *Dossier “Riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, e disposizioni di coordinamento”*, del 27 ottobre 2025, p. 15, reperibile al seguente link: https://documenti.camera.it/leg19/dossier/testi/FI0144.htm?_1775569045251, laddove precisa che “Tra le modifiche introdotte assume una specifica rilevanza la modifica alla definizione di cliente professionale, al fine di ricomprendervi anche gli enti previdenziali privatizzati in conformità al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509 e del decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103, con ciò ampliando ulteriormente la portata della modifica già introdotta dalla legge capitali (n. 21 del 2024), che ha incluso questi enti tra le “controparti qualificate” e chiarendo definitivamente la natura di cliente professionale di questi enti – di natura essenzialmente finanziaria – consentendo una semplificazione dell’operatività nello svolgimento delle diverse operazioni di investimento compiute nella gestione del patrimonio da essi raccolto per l’erogazione – presente e futura – delle prestazioni previdenziali obbligatorie a favore dei propri iscritti”.

⁰⁴ In questi termini, cfr. la sopracitata *Relazione tecnica di accompagnamento* allo “Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all’articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21...”, in particolare a p. 2 ss., dove si evidenzia altresì che “in sostanza, con l’intervento in discorso si semplifica l’operatività dei predetti enti che sono peraltro già soggetti a una vigilanza – anche – tecnico-finanziaria preordinata anche a verificare i criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti e sono configurati dalla legge come enti che, nel perseguimento delle proprie finalità previdenziali, devono compiere una gestione essenzialmente professionale nella gestione del proprio patrimonio”.

procedura di controllo e verifica da parte degli intermediari.

Con la riforma si supera la regola di *opt-in* che – non senza problemi di natura procedurale – delegava alla discrezionalità della singola Cassa previdenziale la scelta se essere considerata investitore professionale, solo dopo il superamento di una procedura di controllo e verifica da parte degli intermediari, con significative conseguenze relative all'accesso al mercato e correlati ritardi. L'intervento è, dunque, essenzialmente riconducibile alla volontà di ridurre i costi transattivi connessi all'accesso a investimenti più rischiosi, per facilitare l'afflusso di risorse verso imprese *in need of capital*.

Nelle intenzioni del legislatore, la nuova qualificazione recepisce una caratteristica ontologica già preesistente delle casse (che, nella loro operatività, sarebbero dei soggetti di natura essenzialmente finanziaria) nonché una loro naturale propensione operativa⁰⁵. Questo ci dà, intanto, una risposta sulla percezione normativa delle casse come soggetti di diritto finanziario oltre che soggetti di taglio previdenziale, riconoscendo la natura strutturalmente finanziaria dell'attività svolta da tali soggetti e la dimensione professionale della gestione delle risorse loro affidate. Le modifiche al Testo unico della finanza muovono, infatti, dalla constatazione che gli enti previdenziali – in particolare quelli privatizzati – amministrano patrimoni di rilevante entità e operano nei mercati finanziari attraverso strategie di investimento articolate e professionalmente strutturate, orientate alla gestione prudentiale delle risorse destinate all'erogazione delle prestazioni previdenziali.

Inoltre, sotto un profilo generale, la riforma del t.u.f. in merito al profilo previdenziale appena esaminato appare in grado di dialogare con importanti ed attuali tendenze europee (in particolare, caratterizzanti il progetto di *Savings and Investments Union*)⁰⁶ e riflette le recenti tendenze sovranazionali che riconoscono in tale forma di risparmio un volano per il rilancio dell'economia e per la transizione verso gli investimenti sostenibili.

⁰⁵ Si veda Audizione Assogestioni Roma, 27 novembre 2025, su Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, laddove sottolinea che "negli ultimi anni tali enti hanno inoltre incrementato in misura significativa gli investimenti in asset alternativi – in particolare infrastrutture, private equity e private debt [n.d.a. anche fondi ESG]– svolgendo un ruolo essenziale nel canalizzare risorse verso l'economia reale e nel sostenere la crescita del tessuto produttivo nazionale", consultabile su [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/memoria_audizione_assogestioni_ag_331_li_e_vi_comm_senato_e_camera_27nov2025.pdf](https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/memoria_audizione_assogestioni_ag_331_li_e_vi_comm_senato_e_camera_27nov2025.pdf)

⁰⁶ In argomento, di recente, cfr. GUCCIONE e VELLA, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della Savings and Investments Union*, in *An. giur. econ.*, 2025, 2, pp. 407 ss. Nonché, DI NOIA, *Savings and Investments Union e concorrenza nei mercati dei capitali internazionali*, ivi, pp. 399 ss.; COMANA, *La SIU: il nuovo quadro di riferimento per l'unione di capitali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2/2025, p. 439 ss.

nibili nell'Unione Europea⁰⁷ nonché il crescente interesse degli investitori istituzionali previdenziali verso gli investimenti alternativi⁰⁸.

Di conseguenza, il primario interesse sarebbe quello di eliminare una barriera all'ingresso – rappresentata dal sistema dei controlli funzionali all'acquisizione della qualifica "su richiesta" – e, al contempo, favorire una coerenza tra il regime di vigilanza tecnico-finanziaria a cui questi soggetti sono già normativamente sottoposti e il loro *status* quali investitori. In altri termini, le esigenze a cui si dà così risposta sono, dunque, due: 1) promuovere una coerenza tra *status* e qualifica di *default* ai fini dell'accesso al mercato dei capitali; e 2) garantire che questa coerenza sia perseguita con il minor onere amministrativo possibile in capo alla cassa e all'autorità di vigilanza.

Nel contesto indicato, l'afflusso dell'ingente risparmio previdenziale⁰⁹ verso il mercato finanziario risulta quindi capace di venire attivato con vigore secondo modalità efficienti, e funzionale a segnare un mutamento di paradigma regolatorio, volto più in generale a ridefinire il ruolo della previdenza anche rispetto al mercato finanziario e alla

07 Trattasi della Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *"Rafforzare la capacità del settore delle pensioni complementari dell'UE di migliorare il reddito pensionistico e fornire capitale a lungo termine all'economia dell'UE"*, Bruxelles, 20 novembre 2025, COM(2025) 839 final, qui reperibile: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52025DC0839>.

08 Cfr. PALOMBO, *Le casse di previdenza come controparti qualificate (art. 15)*, in *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (II parte)*, in *Giur. it.*, 2024, 12, pp. 2738 ss. Orbene, il nesso intercorrente tra risparmio previdenziale (inteso in senso più ampio) e investimento sul mercato dei capitali si traduce, oggi, nella necessità di precisi interventi normativi – da ultimo ben delineati anche dalla Comunicazione della Commissione europea –, i quali intendono rinsaldare il rapporto tra previdenza e mercato finanziario. Rapporto, questo, tutt'altro che secondario, ed anzi ben evidenziato dalla suddetta Comunicazione, la quale – in verità riferendosi al tema della previdenza complementare – sottolinea che "Oltre a garantire un reddito adeguato dopo il pensionamento, i regimi pensionistici finanziati e sostenuti da un paniere di attività possono anche sostenere la crescita economica e la competitività dell'UE, sia direttamente, mobilitando risparmi a lungo termine per gli investimenti, sia indirettamente, aumentando la profondità e la liquidità dei mercati dei capitali dell'UE": Comunicazione della Commissione, COM(2025) 839 final, cit., pp. 2 s.

09 È la stessa *Relazione tecnica*, cit., ad evidenziare il punto, in particolare a p. 5 ss., dove si chiarisce che "in base agli ultimi dati pubblicati da COVIP, l'attivo totale delle casse di previdenza alla fine del 2023 si è attestato a 114,1 miliardi di euro ed il peso rispetto al PIL è pari al 5,4%. Negli ultimi dieci anni le risorse complessive del settore sono cresciute di 48,4 miliardi, pari in media al 5,7% su base annua. Alla variazione dell'attivo concorrono diversi fattori, quali essenzialmente i saldi previdenziali per contributi incassati e prestazioni erogate e la redditività degli investimenti. Nel 2023 il flusso complessivo dei contributi al netto delle prestazioni si è attestato a 3,7 miliardi di euro. La redditività media degli investimenti è stata pari al 7,1%, grazie all'andamento favorevole dei mercati finanziari; sul più ampio orizzonte decennale, la redditività media annua composta è del 2,8%".

relativa disciplina¹⁰.

Delineato in questi termini, il crescente legame tra previdenza (complementare, ma anche obbligatoria laddove si pensi, con i dovuti adattamenti, alle Casse) e disciplina della finanza appare così divenire il punto di svolta ideale per lo sviluppo di un mercato dei capitali al quale si vuole assicurare l'afflusso costante ed ordinato delle risorse raccolte dagli enti previdenziali, purché ciò non sviscoli i livelli di protezione che caratterizzano il sistema pensionistico complessivamente inteso (stante la finalità di interesse generale della missione fondamentale delle Casse ex art. 38 Cost. e attesa la rilevanza pubblicistica, rimasta inalterata dopo l'avvenuta privatizzazione, del loro fine previdenziale¹¹).

Al fine di realizzare tale finalità, le misure relative ai criteri e alle regole di gestione delle risorse previdenziali raccolte diventano particolarmente importanti. Lasciando per un momento in secondo piano le misure di modifica che caratterizzano la riforma del t.u.f. sui profili in parola relativi agli enti di previdenza privatizzati, va ricordato che le previsioni europee appena citate, relative alla previdenza complementare (ma il tema potrebbe in futuro avere impatti di più ampia portata, anche con riferimento alle Casse), intendono in particolare "sbloccare" il potenziale pensionistico a favore del mercato dei capitali *anche* attraverso una rilettura delle norme di riferimento (ad esempio in tema IORP II e PEPP), indirizzata a segnare uno spostamento dal criterio della "*prudent person rule*" a favore di un approccio basato sul "*prudent person principle*"¹².

Come evidenziato in dottrina, questa modifica - che non appare possibile analizzare nel dettaglio -, lungi dall'assumere una rilevanza meramente formale, è destinata ad incidere profondamente sulla materia, risultando almeno in via di ipotesi in grado di contribuire a realizzare un sistema maggiormente efficiente e capace di dare riscontro positivo

10 In argomento cfr. VELLA, *I fondi pensione tra welfare e mercato unico dei capitali*, in *Lavoce.info*, del 15 dicembre 2025, reperibile su <https://lavoce.info/archives/109795/i-fondi-pensione-tra-welfare-e-mercato-unicodei-capitali/>, il quale ritiene importante evidenziare "il passaggio dalla *prudent person rule* al *prudent person principle* come criterio di riferimento nella qualificazione delle scelte gestorie, un criterio che governa anche la responsabilità del gestore e che assume ora un evidente connotato di maggiore flessibilità proprio con la finalità di rendere meno rigidi i margini di diversificazione degli investimenti anche verso quegli asset sui quali la Comunità fa affidamento per incrementare l'afflusso di capitali "pazienti" e di lungo termine verso le imprese". Si veda anche RIGANTI, *Previdenza complementare, sostenibilità e Savings and Investments Union*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, p. 473 ss.

11 Sulla natura giuridica delle Casse di previdenza e sulla disciplina giuridica delle loro attività cfr. IAIONE, *Le casse di previdenza come strumento di auto-organizzazione delle comunità di professionisti*, in *Le casse di previdenza tra autonomia e responsabilità*, a cura di Merola, Caroli, Iaione, Fersini, Roma, 2017, p. 39 ss.

12 Cfr. VELLA, op. cit.

alle esigenze del mercato¹³.

Tornano utili, al riguardo, le parole della Commissione europea nella menzionata Comunicazione del novembre 2025¹⁴ laddove si evidenzia che “il principio della persona prudente è una norma fiduciaria flessibile ma esigente” che “non prescrive una specifica combinazione di attività”, piuttosto sottolineando “le responsabilità e i doveri degli enti pensionistici di agire nell’interesse a lungo termine dei beneficiari dei regimi pensionistici, tenendo conto sia dei rendimenti che dei rischi inerenti alle attività pensionistiche”. In questi termini “il principio stabilisce un quadro decisionale in materia di investimenti per gli enti pensionistici basato sulla diversificazione, la gestione del rischio e l’adeguatezza (...)”, in sintesi evidenziando che “ciò che conta è se i gestori sono in grado di individuare, misurare e controllare i rischi associati e garantire che gli investimenti siano in linea con la tolleranza complessiva al rischio e il fabbisogno di liquidità del regime”.

Dalle considerazioni precedenti (come detto, riferite al segmento complementare ma in ogni caso di aiuto anche per inquadrare e approfondire il quadro previdenziale nel suo complesso ordinamentale, comprensivo cioè pure delle Casse) derivano, quindi, gli estremi di un contesto operativo per certi aspetti più “elastico” e capace di dialogare anche con la disciplina finanziaria, con correlata responsabilizzazione dei gestori e probabile maggiore impiego dei risparmi nel mercato dei capitali. Un mercato maggiormente aperto, e conscio della centralità della diversificazione e della corretta gestione del rischio, in un quadro in cui “Gli investimenti azionari, compreso il capitale quotato e non, non sono intrinsecamente imprudenti. Al contrario possono essere una componente essenziale di un portafoglio pensionistico ben diversificato e orientato al lungo termine, a condizione che i loro rischi siano chiaramente compresi e che il loro valore di mercato possa essere stimato in modo attendibile e allineato agli obiettivi del regime”¹⁵.

3. Segue: Alcune questioni aperte

Nel rinnovato quadro regolamentare, resta da chiedersi se tale modifica incida sulla tutela della clientela sull’altare dell’efficienza.

Va innanzitutto evidenziato che, quantomeno sul piano dei principi generali, le modifiche suggerite dal nuovo Testo unico della finanza (così come, a ben vedere, quelle

¹³ Come evidenziato da RIGANTI, *op. cit.*, p. 493, “Tale “cambio di registro (...) è destinato ad avere serie e positive ricadute sull’operatività dei fondi pensione: pur a fronte di una variazione solo apparentemente terminologica e formale (rule vs. principle), la modifica parrebbe infatti capace di delineare gli estremi (i) di un sistema più duttile ed efficiente, e nel quale la previdenza complementare potrà muoversi con maggiore libertà, fermo il criterio ordinante della sana e prudente gestione, oltretutto (ii) di una copertura previdenziale assicurata tramite (a) un rafforzamento della responsabilità fiduciaria dei gestori e (b) un rinvigorismento dell’attività di vigilanza, “riallocata”, in merito a questo aspetto, da un piano ex ante ad uno ex post”.

¹⁴ In particolare, Comunicazione della Commissione, COM(2025) 839 final, cit., p. 13.

¹⁵ Comunicazione della Commissione, COM(2025) 839 final, cit., p. 13.

proprie della Legge Capitali) danno particolare enfasi alla natura privatistica – e alla più marcata “autonomia” – degli enti previdenziali in questione, originariamente sancita dal D. Lgs. n. 509/1994, ponendosi in parziale controtendenza rispetto all’approccio di massima cautela di norma adottato dal legislatore in tema di risparmio previdenziale¹⁶.

La previsione in parola, infatti, se da un lato mitiga il percorso procedurale per l’accesso agli investimenti, con conseguente abbassamento di oneri e costi di norma caratterizzanti l’incanalamento del risparmio previdenziale¹⁷, dall’altro lato innalzerebbe, almeno potenzialmente, il livello di rischio che caratterizza l’operato degli enti in questione; aspetto, questo, che sarebbe giustificabile alla luce delle conoscenze e delle capacità di tali investitori, ma solo laddove queste fossero tali da bilanciare la disapplicazione dei presidi informativi posti a tutela della clientela *retail* e non professionale¹⁸.

In particolare, la progressiva assimilazione – evidentemente sottesa all’intervento – tra trattamento operativo degli enti previdenziali privatizzati e quella dei fondi pensione, appare quantomeno in parte incerta¹⁹, specie tenendo conto che questi ultimi sono oggetto di una regolamentazione ben più attenta e dettagliata, anche di matrice unionale²⁰, volta ad irrobustire le regole prudenziali sugli investimenti e sulla *governance* a tutela degli aderenti e dei beneficiari.

Tanto è vero che, le Casse di previdenza, nell’esercizio della propria autonomia gestionale, hanno sinora predisposto la propria autoregolamentazione (spesso, è vero, ispirandosi alla normativa applicabile alle forme pensionistiche complementari) ma pur

¹⁶ In questi termini, e per una più ampia disamina della classificazione delle Casse ai sensi della Legge Capitali (disamina che merita essere richiamata in questa sede) v. PALOMBO, *Le casse di previdenza come controparti qualificate* (art. 15), in *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (II parte)*, cit., pp. 2738 ss.

¹⁷ In ultima analisi anche a favore delle PMI (e si ricordi che l’idea di favorire investimenti in PMI è portata avanti mediante numerosi interventi sinergici, tra i quali anche il DDL PMI recentemente approvato).

¹⁸ In tal senso si esprime PALOMBO, *op. cit.*, p. 2739.

¹⁹ Sempre PALOMBO, *op. loc. ult. cit.*, evidenzia che “con riferimento agli investimenti nell’economia italiana, risulta che le casse hanno impiegato, a fine 2022, 36,9 miliardi di euro, in misura poco superiore a quanto investito dai fondi pensione (35,5 miliardi di euro). Rilevante è inoltre la circostanza che circa due terzi del patrimonio siano gestiti in via diretta. Recenti studi, mostrano, infine, un crescente interesse verso gli investimenti sostenibili (...). Tenuto conto dell’evoluzione degli investimenti, si comprende allora perché l’upgrading delle casse a controparti qualificate appaia coerente quanto già previsto per i fondi pensione, specie quelli negoziali”.

²⁰ V. ad es., il contributo tecnico presentato dall’EIOPA per rafforzare le pensioni complementari in UE, proponendo modifiche alla Direttiva IORP II e al Regolamento PEPP, nell’ambito del “pacchetto” UE del 20 novembre 2025, volto a rafforzare la previdenza integrativa: EIOPA, *Technical input for the reviews of the IORP II Directive and the PEPP Regulation in the context of the Savings and Investments Union*, EIOPA-BoS-25/418, 05 September 2025.

sempre con un maggiore grado di flessibilità²¹; ciò si è tradotto, nella prassi in un quadro eterogeneo e frammentato e in assetti organizzativi notevolmente differenziati tra le medesime, in funzione della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita²².

In secondo luogo, si pone l'interrogativo circa l'efficacia delle misure analizzate nel canalizzare gli investimenti nell'economia reale da parte degli enti previdenziali in parola.

Anche qui, è ugualmente difficile offrire risposte certe. Va, infatti, sottolineato che – anche a prescindere dalla questione del regime *opt-in* circa il proprio *status* di investitore professionale – gli ostacoli che limitano l'accesso delle Casse a questa tipologia di investimenti rimangono molteplici: il quadro regolamentare esistente (ad esempio, una regolazione fortemente dedita ad individuare limiti quantitativi incide negativamente sulla capacità di effettuare investimenti), l'assenza di indici e quotazioni ufficiali nonché, più in generale, la mancanza di strumenti che consentano di effettuare agevolmente tali tipologie di investimenti assicurandone, al contempo, la coerenza con il profilo di rischio che in ogni caso caratterizza l'investimento di tipo previdenziale: è questo un investimento che deve necessariamente preservare il capitale nel lungo termine, per poter assicurare le prestazioni pensionistiche promesse.

Ci sono, per vero, voci critiche che temono un arretramento di tutele.

In particolare, ricorrerebbe la possibilità, di natura principalmente operativa, che gli interventi di modifica non conducano, all'atto pratico, ad un aumento dei livelli d'investimento delle Casse, limitandosi al più ad abbattere qualche onere amministrativo (e, forse, qualche costo), diminuendo tuttavia al contempo le tutele poste a favore dei relativi iscritti. E ciò anche a causa delle talvolta scarse competenze finanziarie delle Casse in questione, sintomo quest'ultimo di quel più ampio problema di (dis)educazione finanziaria che, senza dubbio, espone al rischio di affidamenti di consulenza e gestione, in assenza di adeguati meccanismi di tutela e controllo.

In sostanza, si ritiene che la riforma del t.u.f. relativa alla classificazione di *default* degli enti previdenziali privati quali “*investitori professionali*” (di diritto) potrebbe anche comportare qualche effetto collaterale, dal momento che il sistema di *opt-in* circa lo *status* in questione ha, sotto un altro punto di vista, finora anche responsabilizzato le Casse nel rispettivo percorso di avvicinamento informato al mercato e graduazione delle tutele²³. Percorso che, necessariamente, dovrà registrare un aumento dei presidi organiz-

21 V. COVIP, *Relazione per l'anno 2021*, [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.covip.it/sites/default/files/relazioneannuale/relazione_per_l'anno_2021_0.pdf](https://www.covip.it/sites/default/files/relazioneannuale/relazione_per_l'anno_2021_0.pdf), p. 210 ss. richiama la frammentazione documentale creatasi nel contesto regolamentare delle casse.

22 A questo potrebbe recare un iniziale rimedio il decreto con le linee guida per i regolamenti da adottare, ormai in dirittura d'arrivo.

23 In sostanza, si sostiene che il sistema di *opt-in* responsabilizzava le casse, che valutavano adeguatamente e consapevolmente se richiedere un minor grado di tutele.

zativi interni agli enti previdenziali in questione, che dovranno disporre di competenze e conoscenze in grado di consentire il mantenimento di adeguati avamposti di difesa. Inoltre, come evidenziato in dottrina²⁴, le casse con una struttura più semplificata, potranno sempre richiedere di essere trattate come clienti al dettaglio (ai sensi dell'art. 61, comma 5, Regolamento Consob Intermediari)²⁵; le criticità appaiono, dunque, contenute.

Da qui una duplice prospettiva di indagine che, in forza ma anche al di là dell'intervento di riforma, suggerisce agli enti in parola di avviare un processo di autovalutazione al fine di prestare attenzione all'esperienza maturata in ambito finanziario, nonché di valutare l'adeguatezza delle risorse interne dedicate alle attività di investimento. In esito a tale autovalutazione potrà seguire la richiesta di tornare al regime dei clienti al dettaglio (anche per il mantenimento delle pregresse tutele)²⁶ ovvero la scelta di confermare la nuova classificazione, se del caso individuando le opzioni organizzative atte a supportare le dinamiche operative conseguenti al loro *agere* come controparte qualificata e investitore professionale.

In prospettiva regolatoria, al fine di raggiungere gli obiettivi indicati, sarebbero certamente auspicabili interventi di più ampio respiro, volti a orientare le forme di risparmio previdenziale verso impieghi produttivi (per esempio concentrandosi sulla canalizzazione del risparmio verso PMI), nonché prevedendo un quadro normativo che, tra l'altro, seriamente favorisca la costituzione di veicoli di investimento comuni tra Casse previdenziali, così da superare il limite dimensionale che limita l'accesso delle Casse di minori dimensioni agli investimenti alternativi.

A fronte di quanto precede, l'afflusso del risparmio previdenziale verso il mercato finanziario – ad oggi effettivamente ristretto da distinti vincoli all'investimento, stabiliti dalle norme di riferimento – risulta quindi pronto all'avvio; ciò nel quadro più ampio dato dal – come suggerito – mutamento di un paradigma regolatorio volto a ridefinire il ruolo della previdenza complementare anche rispetto al mercato finanziario.

Il crescente legame tra previdenza complementare e finanza portato avanti a livello UE appare un punto di svolta per lo sviluppo del mercato dei capitali sempre in ottica di protezione del sistema previdenziale. Come si è detto, la soluzione di policy che potrebbe risultare cruciale è la rivisitazione di matrice europea dei doveri fiduciari all'insegna

²⁴ Cfr. LEMMA, *Gli enti previdenziali privati verso la classificazione come controparte qualificata. Novità del d.d.l. Capitali alla luce della Direttiva Quick Fix*, 3 luglio 2023, reperibile al seguente link <https://www.mefop.it/blog/blog-mefop/enti-previdenziali-privati-novita-capitali-direttiva-quick-fix>. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, P. 158 ss.

²⁵ L'art. 61, comma 5, Regolamento Intermediari, infatti, stabilisce che *"La classificazione come controparte qualificata non pregiudica la facoltà del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola operazione, di essere trattato come un cliente professionale ovvero, in via espressa, come un cliente al dettaglio. Gli intermediari di cui all'articolo 35, comma 1, lettera b), applicano l'articolo 71 del regolamento (UE) 2017/565"*.

²⁶ Cfr. PALOMBO, *op. loc. ult. cit.*

del passaggio dal criterio del *prudent person rule* a quello del *prudent person principle*, un principio basato sulla valutazione dell'adeguatezza del rischio rispetto a obiettivi di lungo termine, permettendo investimenti diversi solo se ben gestiti²⁷.

4. Il riparto di competenze della vigilanza

Solo una battuta sulla seconda misura, non meno importante, relativa alle modifiche del riparto delle competenze di vigilanza sugli intermediari. In merito a questo profilo, ancora più che nel caso delle Casse di previdenza, l'obiettivo dichiaratamente perseguito è quello dell'efficienza operativa delle autorità di settore. Obiettivo, questo, da realizzarsi grazie anche all'eliminazione di duplicazioni operative nell'azione delle autorità, come ad esempio, quelle riferibili ad analoghe valutazioni svolte da più autorità, in presenza di una pluralità di pareri obbligatori richiesti sequenzialmente ad autorità diverse.

La riforma, in linea con una più generale tendenza alla semplificazione²⁸ osservabile nel settore finanziario (recentemente oggetto di attenzione anche da parte delle autorità europee, così come da interventi di *policy* quali i citati rapporti Letta e Draghi) opera una razionalizzazione delle competenze della Banca d'Italia e Consob, allo scopo di prevenire i cd. "colli di bottiglia" nell'ambito dei procedimenti amministrativi, valutando in che misura tali oneri siano effettivamente necessari sulla base delle singole specificità considerate. Tra i diversi profili meritevoli di attenzione, in particolare, l'eliminazione del parere ex art. 28, comma 6, t.u.f. è ben giustificata dal fatto che in tal caso i profili di competenza della Banca d'Italia, quali i requisiti prudenziali e la stabilità patrimoniale, rimangono in capo all'autorità del Paese di origine.

Anche in merito a questo aspetto, è necessaria una puntualizzazione: se guardiamo alla linea interpretativa tenuta dalle istituzioni UE con riferimento al riparto di attività e competenze tra autorità preposte alla vigilanza in ambiti differenti da quello finanziario (si pensi a quello tra autorità a tutela della concorrenza e a protezione dei dati personali), sembra emergere anche a livello più generale una tendenza a "de-formalizzare" i modelli procedurali che prevedono un'interazione tra le diverse autorità, in favore di letture improntate a più generali obblighi di leale collaborazione tra le stesse, sovente anche al di fuori di moduli procedurali formalizzati.

Tenendo presente queste considerazioni, pare corretto affermare che la ricostruzione proposta dalla riforma del t.u.f. in merito al riparto di competenze possa ritenersi – unitamente alla modifica intervenuta sul regime qualificatorio delle Casse (pur con i caveat osservati) – una soluzione di buon senso, che può offrire una chiave di lettura

²⁷ Riganti, op. cit., p. 493 ss.

²⁸ Sul tema della semplificazione, v., ex multis, ANNUNZIATA, *EU Capital Markets Law and the Claim for "Simplification". Suggestions for a Possible Legal Methodology*, in *European Company and Financial Law Review*, 22, 5-6, p. 597 ss. Si veda altresì AA. Vv., *Less is more. Proposals to simplify and improve European rule-making in the financial services sector*, 10 febbraio 2025.

efficace (anche ai fini interpretativi e in prospettiva futura) per gli interventi di riforma nel loro complesso.

Naturalmente l'esigenza di efficienza, necessaria al buon andamento della pubblica amministrazione, non può far venir meno il ruolo fondamentale della cooperazione tra autorità, che rimane un presidio essenziale per l'efficacia dei controlli e, in ultima analisi, per la tutela degli investitori.

Concludendo, ritengo che sul piano giuridico la riforma del t.u.f. si muova, nel suo complesso, nella direzione giusta. Si tratta però, come è stato detto più volte, di un punto di partenza che necessita di ulteriori interventi e perfezionamenti. Tuttavia, va riconosciuto al MEF il merito di aver avviato, con impegno e anche con una certa dose di coraggio, un percorso verso un mercato finanziario più evoluto, che guarda non solo alle esigenze del presente, ma anche alle sfide future che dovranno affrontare gli attori del mercato finanziario.