

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

L'ordinamento assicurativo italiano nel prisma dell'Unione dei mercati dei capitali: prospettive *de iure condendo**

SOMMARIO: 1. L'incidenza della direttiva (UE) 2025/2 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 sugli investimenti a lungo termine delle imprese di assicurazione – 2. L'introduzione di procedure comuni per il risanamento e la risoluzione delle imprese di assicurazione nella direttiva (UE) 2025/1 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 – 3. Il mercato assicurativo nella Legge Capitali – 4. Linee evolutive dei piani pensionistici individuali.

1. L'incidenza della direttiva (UE) 2025/2 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 sugli investimenti a lungo termine delle imprese di assicurazione

Prendendo a prestito le suggestive battute iniziali del *De bello gallico* di Giulio Cesare, come parafrasate da un autorevole studioso al fine di descrivere i mercati finanziari nazionali negli anni Cinquanta del secolo scorso, può dirsi che «*nel suo complesso la finanza dividitur in partes tres: dove le tre parti erano il credito, l'investimento, l'assicurazione*»¹. Benché ormai da tempo le linee di demarcazione tra le tre parti non siano più così nette come in passato, talune differenze pure permangono e continuano a giustificare distinte discipline di settore: quindi, anche una distinta disciplina delle imprese di assicurazione. Tuttavia, è indubitabile che una maggiore integrazione dei mercati dei capitali contribuirebbe a diversificare nell'Unione europea le fonti di finanziamento delle imprese, soprattutto delle PMI, anche sul versante assicurativo.

In proposito, va detto che il quadro normativo europeo e nazionale del mercato assicurativo delineato dalla direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 (cosiddetta Solvency II) va incontro ad un significativo cambiamento per effetto della recentissima direttiva (UE) 2025/2 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024, che modifica la direttiva Solvency II

* Scritto destinato al *Liber Amicorum* Giuseppe Santoni.

¹ M. RICOLFI, *Assicurazione, credito e investimento: una tripartizione ancora attuale?* in *Banche e assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, A. Patroni Griffi e M. Ricolfi (a cura di), Milano, 1997, 1.

riguardo alla proporzionalità, alla qualità della vigilanza, all'informativa, alle misure relative alle garanzie a lungo termine, agli strumenti macroprudenziali, ai rischi di sostenibilità e alla vigilanza transfrontaliera e di gruppo: il suo recepimento dovrà avvenire entro il 29 gennaio 2027.

Rapidamente si ricorda che alla base della direttiva Solvency II² è l'esigenza di radicare la solvibilità delle imprese di assicurazione su tre pilastri: *i*) il governo societario, profondamente rivisitato, come dimostrano gli artt. 30-35-*ter* del codice delle assicurazioni private, *ii*); gli obblighi di informazione e trasparenza pubblica e di reportistica per i supervisori, che le imprese di assicurazione sono chiamate ad adempiere, *iii*) i requisiti patrimoniali che, oltre a comportare il calcolo delle riserve tecniche da coprire mediante attivi di proprietà delle imprese di assicurazione e la gestione degli attivi in ragione di determinati principi, si soddisfano mediante il possesso di requisiti di solvibilità – segnatamente, requisito patrimoniale di solvibilità e requisito patrimoniale minimo – i quali superano la logica precedente del margine di solvibilità, rivelatosi nel corso degli anni inadeguato a rappresentare i rischi assunti dalle imprese di assicurazione nell'esercizio della loro attività.

Il riesame al quale sono assoggettate alcune disposizioni di Solvency II – attuata in Italia mediante il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 74, modificativo del codice delle assicurazioni private – è stato accelerato dall'esigenza di garantire una ripresa sostenibile, inclusiva ed equa dell'economia europea, messa a dura prova dalla pandemia di Covid-19, ma anche dall'ingente danno socioeconomico provocato dalla guerra tra Russia e Ucraina, le cui conseguenze si stanno ancora delineando. Tali circostanze hanno reso «*ancora più urgente il lavoro sulle priorità politiche dell'Unione, in particolare assicurare che l'economia sia al servizio delle persone e conseguire gli obiettivi del Green Deal europeo*»: più precisamente, le imprese di assicurazione e di riassicurazione possono «*fornire fonti private di finanziamento alle imprese europee e ... rendere l'economia più resiliente fornendo protezione nei confronti di una vasta serie di rischi. Svolgendo questo*

² In argomento v. *Solvency II: A dynamic Challenge for the Insurance Market*, M. Andenas, R.G. Avesani, P. Manes, F. Vella, P.R. Wood (a cura di), Bologna, 2017, *passim*.

doppio ruolo, il settore può contribuire in misura notevole al conseguimento delle priorità dell'Unione»³.

Peraltro, la direttiva (UE) 2025/2 si inserisce nel contesto del piano di azione «un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese» con cui la Commissione europea nel settembre del 2020 si è proposta di incentivare gli investitori istituzionali, in particolare gli assicuratori, a effettuare investimenti a più lungo termine al fine di sostenere la ripatrimonializzazione nel settore delle imprese⁴.

Allo scopo di agevolare il contributo degli assicuratori al finanziamento della ripresa economica dell'Unione, secondo il legislatore unionale il quadro prudenziale dovrebbe essere adeguato per tenere meglio conto della natura a lungo termine dell'attività assicurativa. L'obiettivo andrebbe perseguito facilitando la possibilità di utilizzare, nel calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità secondo la formula standard⁵, un parametro più favorevole per gli investimenti in strumenti di capitale detenuti con una prospettiva a lungo termine, a condizione che le imprese di assicurazione e di riassicurazione rispettino criteri solidi e robusti, che preservino la tutela dei contraenti e la stabilità finanziaria⁶. In altri termini, gli investimenti a lungo termine delle imprese di assicurazione – che sono funzionali al finanziamento del mondo imprenditoriale – non possono compromettere la tutela degli aventi diritto alle prestazioni assicurative. D'altronde, un'adeguata protezione degli assicurati è la primaria finalità della vigilanza assicurativa, come esplicitamente richiesto dall'art. 3 codice assicurazioni private.

In questa stessa prospettiva devono essere altresì inquadrati ulteriori adeguamenti dell'attuale disciplina, in ogni caso idonei a tenere meglio conto della natura a lungo termine dell'attività assicurativa e tali da *«comportare un aumento del capitale libero disponibile a seguito della riduzione del requisito patrimoniale di solvibilità. In tal caso, le*

³ Considerando secondo della direttiva (UE) 2025/2.

⁴ Si coglie un'analogia con gli obiettivi perseguiti dalla direttiva (UE) 2017/88 (cosiddetta SHRD 2) sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

⁵ Senza entrare in dettagli tecnici, in questa sede ci si limita a ricordare che il calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità secondo la formula standard è attualmente disciplinato dagli artt. 45-*quinquies* ss. c. ass.

⁶ Si veda il considerando terzo della direttiva (UE) 2025/2.

imprese di assicurazione e di riassicurazione dovrebbero prendere in considerazione la possibilità di non destinare il capitale liberato a distribuzioni ad azionisti o bonus per i dirigenti, ma dovrebbero sforzarsi di orientarlo verso investimenti produttivi nell'economia reale al fine di sostenere la ripresa economica e gli obiettivi strategici più ampi dell'Unione»⁷. Incidentalmente, si segnala la prevalenza dell'obiettivo della ripresa economica sulle aspettative patrimoniali degli azionisti di un'impresa di assicurazione. Il tema è invero quello più ampio dei diritti patrimoniali dei soci dei soggetti vigilati, tema risalente ma destinato a trarre linfa nuova dagli scenari che stanno per schiudersi⁸.

Inoltre, una peculiare attenzione andrebbe rivolta agli investimenti che riducono l'esposizione a rischi climatici e ambientali, dando così seguito all'impegno assunto dalla Commissione europea nella comunicazione del 6 luglio 2021, dal titolo «*Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile*», a proporre modifiche della direttiva 2009/138/CE per integrare in modo coerente i rischi di sostenibilità nella gestione del rischio degli assicuratori, prescrivendo a questi ultimi di svolgere un'analisi di scenario dei cambiamenti climatici⁹. In realtà anche tale secondo tema si inserisce in un contesto più ampio, al quale in questa sede può soltanto farsi un rapido cenno: quello del ruolo degli investitori istituzionali nella tutela dell'ambiente e nel perseguimento di obiettivi sociali¹⁰.

2. L'introduzione di procedure comuni per il risanamento e la risoluzione delle imprese di assicurazione nella direttiva (UE) 2025/1 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024

Benché la revisione della direttiva Solvency II, e con essa l'introduzione di requisiti patrimoniali maggiormente sensibili ai rischi,

⁷ Considerando quarto della direttiva (UE) 2025/2.

⁸ Sia consentito il rinvio a G. MARTINA, *Continuità aziendale, adeguata protezione degli assicurati, misure di salvaguardia e risanamento: quali spazi per il diritto al dividendo dell'azionista di impresa di assicurazione?* in *Crisi e insolvenze tra imprenditori, imprese e società*, 2025, Pisa, t. II, 1245 ss.

⁹ Considerando settimo della direttiva (UE) 2025/2.

¹⁰ In argomento v. Marco MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile"*, in *Orizzonti*, 2023, 841 ss.

sia destinata a ridurre la probabilità di dissesti di imprese di assicurazione e a migliorare la loro resilienza allo stress economico, non è comunque possibile scongiurare in radice situazioni di difficoltà finanziarie. Da tale premessa muove l'esigenza di dotare gli Stati membri di strumenti adeguati di risanamento e di risoluzione per gestire situazioni che comportino tanto crisi sistemiche quanto il dissesto di singole imprese: si tratta del motivo ispiratore della direttiva (UE) 2025/1 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024, la quale istituisce un quadro di risanamento e risoluzione delle imprese di assicurazione e di riassicurazione (d'ora in poi IRRD). Anche il suo recepimento da parte degli Stati membri si prevede avvenga entro il 29 gennaio 2027¹¹.

Appare di seguito opportuno soffermarsi sul contenuto di alcuni considerando della direttiva IRRD che più mettono a fuoco l'obiettivo di uniformare a livello di Unione europea la gestione delle crisi delle imprese di assicurazione, ma anche la sua prevenzione allo scopo di rafforzare il mercato interno delle assicurazioni.

Come si legge nel sesto considerando – dal quale traspare l'attenzione del legislatore unionale alla dimensione transfrontaliera dell'operatività delle imprese di assicurazione e agli effetti che ne derivano – se per un verso numerose imprese di assicurazione e di riassicurazione operano oltre i confini nazionali, per altro verso l'assenza di coordinamento e di cooperazione tra le autorità pubbliche nel prepararsi e gestire le difficoltà o il dissesto di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione che opera a livello transfrontaliero rischia di minare la fiducia reciproca tra gli Stati membri, potendo sia tradursi in un esito non ottimale per contraenti, beneficiari e parti lese, sia compromettere la credibilità del mercato interno delle assicurazioni.

Segnatamente, allo stato non esistono procedure armonizzate a livello dell'Unione per la risoluzione coordinata delle imprese di assicurazione o di riassicurazione. Al contrario, tra gli Stati membri si rilevano notevoli differenze sostanziali e procedurali tra le disposizioni normative, regolamentari e amministrative che disciplinano il dissesto delle imprese di assicurazione e di riassicurazione. Inoltre, le procedure

¹¹ Si veda in proposito M. SIRI, *Obiettivi e strumenti della direttiva UE 2025/1 sul risanamento e la risoluzione delle imprese di assicurazione*, in *Crisi e insolvenze tra imprenditori, imprese e società*, cit., 1267 ss.

di insolvenza applicabili alle imprese in generale risultano perlopiù inadeguate rispetto alle imprese di assicurazione, posto che tali procedure potrebbero non garantire sempre un adeguato proseguimento delle funzioni essenziali a vantaggio dei contraenti, i beneficiari e le parti lese, l'economia reale o la stabilità finanziaria nel suo complesso¹².

Nonostante taluni Stati membri abbiano già introdotto obblighi di pianificazione preventiva del risanamento e meccanismi per la risoluzione delle imprese di assicurazione o di riassicurazione in dissesto, l'assenza di condizioni, poteri e procedure comuni per il risanamento e la risoluzione di imprese di assicurazione a livello unionale può rivelarsi di ostacolo al buon funzionamento del mercato interno e un impedimento alla cooperazione tra autorità nazionali nella gestione di gruppi transfrontalieri di imprese in difficoltà o in dissesto. La circostanza si verifica in particolare quando, a causa del diverso approccio seguito, le autorità nazionali non dispongono del medesimo grado di controllo o della medesima capacità di procedere alla risoluzione dell'impresa di assicurazione. Conseguentemente, le differenze nei regimi di risanamento e risoluzione potrebbero incidere sulla parità di condizioni e creare potenzialmente distorsioni della concorrenza tra le imprese: è, quindi, opportuno eliminare tali ostacoli e adottare una normativa intesa a garantire che non sia pregiudicato il mercato interno. A tal fine, le norme che disciplinano il risanamento preventivo e la risoluzione dell'impresa di assicurazione dovrebbero essere soggette a disposizioni comuni di armonizzazione minima. Peraltro, per garantire la coerenza con la legislazione dell'Unione vigente nel settore dei servizi assicurativi, il regime preventivo di risanamento e il regime di risoluzione dovrebbero applicarsi alle imprese di assicurazione che sono soggette ai requisiti prudenziali di cui alla direttiva Solvency II¹³.

E quasi a sottolineare i punti di contatto, ma anche quelli di divergenza, con la BRRD, il legislatore segnala che con le norme destinate ad essere introdotte grazie al recepimento della direttiva 2025/1, le autorità di risoluzione nel settore assicurativo e riassicurativo e le autorità di risoluzione nel settore bancario disporranno ciascuna di

¹² È quanto si legge nel settimo considerando della direttiva (UE) 2025/1.

¹³ Così l'undicesimo considerando della direttiva (UE) 2025/1.

un proprio quadro di risoluzione adeguato alle specificità dei settori assicurativo e riassicurativo e del settore bancario. In aggiunta, si rileva che la tempistica di una risoluzione in un contesto assicurativo e riassicurativo è diversa da quella di una risoluzione in un contesto bancario. Infatti, come noto, al fine di evitare una corsa agli sportelli, il Comitato di risoluzione unico e le autorità nazionali di risoluzione nel settore bancario di norma devono agire rapidamente. Le autorità di risoluzione nel settore assicurativo e riassicurativo, invece, hanno spesso il vantaggio di disporre di un tempo maggiore nell'individuazione di soluzioni più vantaggiose per i contraenti. Nel settore assicurativo e riassicurativo è meno probabile che si verifichi un evento simile a una corsa agli sportelli, e le conseguenze di tale evento sarebbero diverse rispetto al settore bancario: in questi termini si esprime il quattordicesimo considerando, quasi a voler rimarcare la specificità del rischio assicurativo, che impone soluzioni legislative del tutto peculiari.

3. *Il mercato assicurativo nella Legge Capitali*

Il prossimo recepimento della coppia di direttive in materia assicurativa del 2025 è destinato ad incrociarsi con un'ulteriore prospettiva *de jure condendo*.

Com'è noto, entro ventiquattro mesi dall'entrata in vigore della legge capitali, il Governo è delegato ad adottare, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, decreti legislativi per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, osservando una molteplicità di principi e criteri direttivi, tra i quali la complessiva razionalizzazione e il coordinamento del testo unico della finanza, del testo unico bancario, del codice delle assicurazioni private e del d. lgs. n. 252/2005, il quale reca la disciplina della previdenza complementare: è quanto si ricava dall'art. 19, comma 2, lett. l), Legge Capitali.

Già all'indomani della sua entrata in vigore si era avvertito che la delega aggiuntiva – ulteriore rispetto a quella già ampia avente ad oggetto i mercati dei capitali – persegue un duplice obiettivo: un primo di natura formale – evitare che ci sia disarmonia tra fonti concorrenti – e un secondo di natura sostanziale – consentire al Governo di modificare altri testi di legge comunque relativi al mercato dei

capitali¹⁴. In proposito, si è pure osservato che, più che ai principi e ai criteri della delega, la previsione attiene all'oggetto stesso della delega, giacché la materia bancaria e quella assicurativa altro non sono che articolazioni del mercato dei capitali, a ciascuna delle quali corrispondono specifici testi normativi¹⁵.

Al riguardo, va anche menzionata la l. 11 marzo 2025, n. 28, entrata in vigore il 21 marzo dello stesso anno che, tra l'altro, ha modificato la lett. l) dell'art. 19 Legge Capitali, aggiungendo l'ulteriore scopo di *“eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate”*.

La previsione di più recente introduzione rientra tra le finalità più generali della Legge Capitali, avente l'obiettivo di aumentare la competitività del mercato nazionale, alla cui realizzazione è *inter alia* di ostacolo il fenomeno del *goldplating* che – come noto – anziché livellare, diversifica il campo di gioco all'interno dell'Unione europea a svantaggio degli operatori con sede nei Paesi in cui vige la regola più restrittiva.

In occasione del recepimento delle due direttive, dunque, il legislatore nazionale dovrebbe fare un uso molto limitato del *goldplating* (d'altronde in linea con le opzioni esercitate dal legislatore dell'Unione europea), e lasciare al più all'autorità di vigilanza (nel caso specifico l'Ivass) il bilanciamento tra tutela degli assicurati e protezione degli investitori nel capitale delle imprese di assicurazione, portatori questi ultimi di interessi che invero si riflettono sulla posizione dei beneficiari finali, con tutto ciò che ne consegue su un piano più generale. Si pensi, soltanto in via esemplificativa, a investitori istituzionali quali i fondi pensione e ai loro aderenti, desiderosi di integrare un trattamento pensionistico pubblico reso sempre meno adatto a soddisfare i bisogni che insorgono nella terza età, stante la convergenza, in atto ormai da anni, di due fattori destinati ad accentuarsi con il trascorrere del tempo, il calo demografico e l'invecchiamento della popolazione.

¹⁴ Così A. PISANESCHI, *Commento all'art. 19*, in *Legge Capitali*, G. Martina, M. Rispoli Farina, V. Santoro (a cura di), Torino, 2024, 239 s.

¹⁵ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 19*, in *Commentario alla Legge Capitali*, P. Marchetti e M. Ventoruzzo, Pisa, 2024, 155.

4. *Linee evolutive dei piani pensionistici individuali paneuropei*

Si ritiene opportuno un rilievo finale: nel processo di razionalizzazione previsto dall'art. 19 Legge Capitali rientra anche la disciplina della previdenza complementare. In ragione dell'ampiezza del riferimento, si potrebbe ipotizzare una razionalizzazione non soltanto della disciplina relativa ai fondi pensione e ai piani pensionistici individuali di cui al D. lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, ma anche della disciplina dei piani pensionistici individuali paneuropei, introdotti dal Regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 – successivamente integrato dal Regolamento (Ue) 2021/895 del 24 febbraio 2021 – implementati in Italia con il D. lgs. 3 agosto 2022, n. 114. Un'eventuale razionalizzazione non potrebbe naturalmente alterare i tratti fisionomici dei PEPP né le finalità perseguite del legislatore unionale, che in un'ottica transfrontaliera ha inteso sviluppare un mercato europeo dei prodotti pensionistici e contribuire alla mobilità dei cittadini dell'Unione, ai quali è data l'opportunità di lavorare e muoversi conservando la portabilità del piano pensionistico individuale paneuropeo.

Al riguardo va, tuttavia, osservato che in uno studio (*staff paper*) del settembre 2024¹⁶, la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) ha segnalato il limitato successo dei PEPP e la molteplicità delle ragioni strutturali alla base della loro circoscritta adozione, tra le quali EIOPA ha ravvisato i costi intrinseci dell'offerta dei PEPP: la consulenza obbligatoria, il costo delle garanzie e l'uso di tecniche di mitigazione del rischio che comportano strategie di investimento complesse. A frenare la diffusione dei PEPP è inoltre la disparità fiscale rispetto ai prodotti pensionistici nazionali. Non a caso, in vista della possibile revisione del Regolamento programmata per il 2027¹⁷, nel medesimo documento EIOPA ha auspicato la loro

¹⁶ EIOPA: “*A simple and long-term European savings product: the future Pan-European Pension Product*”, 11 settembre 2024, in https://www.eiopa.europa.eu/document/download/53a75b6e-fc6b-46ce-9818-02badf20f515_en?filename=EIOPA%20Staff%20Paper%20on%20the%20future%20Pan-European%20Pension%20Product.pdf

¹⁷ Ai sensi dell'art. 73 (valutazione e relazione) del Regolamento, “*cinque anni dopo la data di applicazione del presente regolamento, e successivamente ogni cinque*

armonizzazione fiscale a livello europeo con l'obiettivo di agevolare il collocamento transfrontaliero dei PEPP e al tempo stesso consentire ai loro fornitori l'abbassamento dei costi grazie alle economie di scale così realizzate.

In questa stessa cornice si inserisce l'Unione dei risparmi e degli investimenti (*Savings and Investment Union*-SIU¹⁸), destinata verosimilmente a riflettersi sui PEEP che – si è appena rilevato – sono risultati molto meno appetibili di quanto si auspicasse in occasione della loro introduzione nell'ordinamento unionale.

Il Parlamento Europeo, nel corso di un *briefing* del novembre 2025¹⁹, ha segnalato che l'obiettivo del primo dei quattro “filoni di lavoro” sui quali si basa la SIU – denominato “cittadini e risparmio”²⁰ – è l'incremento dei volumi di risparmio convogliati verso l'economia reale mediante il superamento dei canali tradizionali, in particolare dei depositi bancari garantiti. Infatti, se per un verso la SIU persegue la finalità di ampliare le opportunità di finanziamento per le imprese, soprattutto nei mercati mobiliari, per altro verso pone anche l'accento sul “lato domanda” dei mercati finanziari, in particolare sulla domanda delle famiglie – *id est* gli investitori al dettaglio – in contrapposizione alle istituzioni finanziarie all'ingrosso. Come rilevato nel *briefing* appena menzionato, la gran parte degli investitori al dettaglio ha tempo, capacità di finanziamento o volontà limitate di acquisire competenze e informazioni in materia di investimenti. Conseguentemente, i loro volumi di negoziazione sono relativamente bassi, mentre i costi risultano proporzionalmente più elevati. Gli investitori al dettaglio tendono così a depositare i propri risparmi in strumenti di risparmio

anni, la Commissione effettua una valutazione del presente regolamento e, previa consultazione dell'EIOPA, e se del caso delle altre AEV, presenta una relazione sulle principali conclusioni al Parlamento europeo e al Consiglio. La relazione è corredata, se del caso, di una proposta legislativa”.

¹⁸ Il titolo completo della strategia è “Unione del risparmio e degli investimenti: una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE”, a riprova del fatto che i cittadini e le imprese dell'UE sono al centro degli obiettivi della strategia.

¹⁹

[https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2025\)779187](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2025)779187).

²⁰ Gli obiettivi due, tre e quattro sono rispettivamente gli investimenti e i finanziamenti, l'integrazione e i fattori di scala, la vigilanza efficiente nel mercato unico.

facilmente comprensibili, come i depositi bancari, relativamente accessibili, trasparenti e garantiti dai sistemi nazionali di assicurazione dei depositi.

Muovendo da tale assunto, durante il citato *briefing* il Parlamento Europeo ha segnalato l'opportunità che il filone "cittadini e risparmio" della SIU promuova principalmente un ampliamento della gamma di opzioni per il finanziamento delle imprese attraverso istituzioni finanziarie non bancarie, in particolare fondi pensione e compagnie assicurative. Come rilevato, le famiglie risparmiano, infatti, per il loro futuro e il loro orizzonte temporale si adatta meglio a simili istituzioni, che possono quindi ottimizzare gli investimenti. Pertanto, mentre il primo filone sostiene il "lato della domanda" di strumenti finanziari, la strategia include un elenco di azioni politiche relative ai vari filoni di lavoro, tra cui la creazione di nuovi strumenti di risparmio per le famiglie, che fornirebbero incentivi a investire in veicoli di investimento a lungo termine anziché in depositi bancari. Le azioni proposte includono, oltre all'istituzione di conti di risparmio e investimento, la promozione di piani pensionistici complementari mediante un approccio diverso rispetto ai precedenti piani d'azione su risparmio e pensioni. Come accennato, i piani precedenti, e in particolare il piano pensionistico paneuropeo, si concentrano sulla dimensione transfrontaliera, mentre in prospettiva dovrebbero essere incoraggiate e monitorate le soluzioni nazionali.

D'altronde, nel settembre del 2025 l'EIOPA ha fornito il suo contributo tecnico per sostenere lo sviluppo delle pensioni integrative nel contesto dell'Unione del risparmio e degli investimenti²¹, proponendo, in merito alla revisione del Regolamento PEPP, una serie di interventi, segnatamente: *i*) la creazione di un'etichetta pensionistica chiara e visibile a livello UE, rinominando il PEPP di base con un nome più semplice e riconoscibile come "EuroPension" per aumentare la consapevolezza e facilitare gli investimenti pensionistici al dettaglio, colmando così i divari pensionistici; *ii*) la semplificazione delle caratteristiche di "EuroPension" per ottenere migliori risultati per i consumatori; *iii*) l'introduzione di modifiche al quadro normativo per

²¹ https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-provides-its-technical-input-support-development-supplementary-pensions-context-savings-and-2025-09-08_en?prefLang=it.

raggiungere dimensioni maggiori, ridurre i costi e migliorare i rendimenti; *iv*) un quadro di registrazione e vigilanza semplificato e in grado di monitorare adeguatamente l’etichetta “EuroPension”.

Si profilano, quindi, sia un cambio di passo nella costruzione di forme pensionistiche europee, sia un ritorno alla valorizzazione delle forme pensionistiche complementari previste dall’ordinamento interno, sfide alle quali il legislatore italiano non dovrebbe sottrarsi nell’opera di generale razionalizzazione e coordinamento prevista dall’art. 19 Legge Capitali.