

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

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, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, 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, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA
MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA
PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA
ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

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 ASSEGNAZI 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 ABbia 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.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Previdenza complementare, sostenibilità e *Savings and Investments Union*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. *Omnia mutantur*. Considerazioni iniziali in tema di sostenibilità. – 3. *Sed nihil interit*. Sostenibilità e previdenza complementare. – 4. Fondi pensione e *Risikokultur*. – 5. Profili di *Agency Theory* e doveri fiduciari. – 6. Il rapporto con la *Savings and Investments Union*. – 7. Conclusioni e prospettive: il progressivo affrancamento della previdenza complementare dalla matrice giuslavoristica. Le aperture verso la disciplina dei mercati finanziari.

1. *Introduzione*

Pur a fronte di crescenti ripensamenti di natura politica ed elettorale – prima ancora che economica e giuridica – di origine principalmente statunitense¹ e successivamente trasfusi, quanto all’ambito eurounionale, nei recenti arretramenti che hanno caratterizzato l’intervento *Omnibus* del 2025² e (forse) alcune delle più aggiornate

^{1*} Questo lavoro amplia e aggiorna il contributo, intitolato *Fondi pensione, investitori istituzionali e finanza sostenibile: annotazioni introduttive*, indirizzato al *Liber Amicorum per Antonella Antonucci*. Lo stesso prosegue e sviluppa, altresì, parte degli studi posti alla base del mio F. RIGANTI, *Fondi pensione. Impresa, mercato e sostenibilità*, Torino, 2025. Lo scritto è, inoltre, il frutto di un più ampio percorso di ricerca che si conduce, in qualità di *Affiliate*, presso il Collegio Carlo Alberto di Torino.

Si pensi a quanto, di recente, è stato messo in luce anche nel contesto nord-americano dove, complici evidenti pressioni politiche, l’adozione di numerosi anti-ESG-bills e il progressivo allontanamento da tematiche ambientali, sociali e di governance delineano i contorni di una nuova “stagione”, capace di impattare – già solo per motivi di concorrenza tra ordinamenti – anche sulle strategie green dell’Unione europea.

² Per una lettura critica, cfr. A. ALEMANNO, *The Legality of Omnibus Legislation Under EU Law: A Preliminary Analysis of Omnibus I Simplification Directive of CSRD and CSDD and its Legal Consequences on the EU Legal Order*, novembre 2025, su <https://ssrn.com/abstract=5727822>; nonché ID., *The Omnibus Road to Constitutional Drift: How the Rise of Omnibus Legislation Undermines Procedural Integrity in the EU*, 12 novembre 2025, su *Verfblog*: <https://verfassungsblog.de/omnibus-legislation-europe-constitutional/>. Sul pacchetto *Omnibus* v., per un inquadramento sintetico ma efficace, EUROPEAN COMMISSION, *Commission welcomes political agreement on Omnibus I simplification package*,

ipotesi di modifica del regolamento SFDR³, i temi della sostenibilità e della correlata definizione, al fine del relativo perseguitamento, di fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG), continuano a costituire uno dei *driver* delle dinamiche di mercato⁴, tanto finanziario quanto reale.

Tali argomenti, infatti, si collocano ormai «*al centro del nuovo contesto economico politico che si va determinando*»⁵, risultando capaci di richiamare l'attenzione di *policy makers*, studiosi e operatori, intenti a regolare, attuare e apprezzare (oppure a contestare, più o meno legittimamente) gli estremi di una realtà che, di sicuro, si contraddistingue in virtù della propria portata epocale⁶ e della relativa dimensione strutturale per il sistema della regolamentazione economica, così come per evidenti ricadute interdisciplinari⁷.

Posta su questo palcoscenico, la materia della sostenibilità si caratterizza per perdurante attualità e per una capacità innata di rivolgersi a diversi ambiti teorici e pratici i quali, nel loro insieme, hanno nel tempo imposto una metodologia di studio olistica e, cioè, indirizzata a comprendere il fenomeno in parola nella sua interezza, al netto, da un lato, di pericolose scomposizioni e ferma restando, dall'altro lato, la consapevolezza circa la rilevanza intrinseca e

reperibile sul sito istituzionale della Commissione europea:
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_25_2981.

³ Quanto alla modifica del regolamento SFDR si veda, per un inquadramento iniziale, https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-simplifies-transparency-rules-sustainable-financial-products_en. E, per una prima disamina introduttiva, A. VAN CAENELEM, *The SFDR II Proposal: An Overview*, su <https://corporatefinancelab.org/2025/11/20/the-sfdr-ii-proposal-an-overview/>.

⁴ In argomento, sia consentito il richiamo ad AA. Vv., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella “galassia” ESG*, a cura di F. Riganti, con prefazione di F. Sartori, Torino, 2024.

⁵ In questi termini, v. F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 2, 241 ss., spec. 244.

⁶ In argomento, cfr. R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prima del Green New Deal europeo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di M. Passalacqua, Padova, 2021, 290, il quale correttamente evidenzia come l'aggettivo «*epocale*» non sia «*usato a sproposito perché, come detto, il tema ambientale è direttamente correlato ad alcuni fenomeni che stanno progressivamente erodendo le categorie che hanno dato forma alla modernità. Dalle migrazioni di massa ai rinascimenti nazionalismi, fino alla crisi delle democrazie liberali, non c’è problema contemporaneo che non veda sullo sfondo il problema ambientale*».

⁷ Sul punto, v. AA. Vv., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella “galassia” ESG*, (nt. 4).

autonoma dei diversi pezzi che compongono un “puzzle” ampio e di difficile “messa a terra” operativa.

È nel quadro delineato che, e ai fini di questo studio, risulta meritevole di particolare attenzione il rapporto intercorrente tra sostenibilità, nella declinazione di lotta al cambiamento climatico, e disciplina della previdenza complementare.

Tale ultimo settore, infatti, insieme agli altri diviene terreno di elezione ideale per la sperimentazione di soluzioni normative che – in quanto poggianti su di uno schema di intervento prudenziale, da predisporsi nell’ottica della gestione sana e prudente dei soggetti vigilati, della stabilità del mercato e della tutela degli investitori – risultano progressivamente indirizzate a ridurre, quando non azzerare, per quanto possibile, i rischi fisici e di transizione derivanti da un *climate change* attuale e, in verità, foriero di complesse esternalità negative, anche per l’erogazione delle prestazioni pensionistiche.

Proprio il rapporto tra sostenibilità e previdenza complementare, si noti, riveste una posizione centrale nello studio dei mercati finanziari unitariamente intesi e ciò poiché, come peraltro testimoniato dai lavori ora in essere in tema di *Savings and Investments Union*, di cui si dirà nel prosieguo, il ruolo affidato ai fondi pensione – attenti osservatori di istanze ambientali – spicca per la seguente, peculiare, duplicità.

Da un lato, questi sono infatti chiamati ad assicurare, attraverso la gestione prudente (e sostenibile) delle risorse accumulate, l’adeguata e rigorosa protezione economica (e, quindi, anche sociale) dei futuri soggetti “inattivi”, così da evitare che le pensioni si trasformino in un «oscuro oggetto del desiderio»⁸ (funzione che potremmo definire “classica” e che, in ogni caso, rimane sullo sfondo, in quanto caratterizzante la matrice stessa del fenomeno).

Dall’altro lato, gli stessi si configurano come formidabili strumenti di canalizzazione del risparmio e, così, di risorse da riversare in un mercato di capitali alla costante ricerca di investimenti “istituzionali”, orientati a favore di strategie di crescita e di creazione di valore di lungo periodo e, come tali, necessariamente sensibili alle tematiche ricomprese nell’ambito ESG (funzione che potremmo definire di

⁸ Termine utilizzato, efficacemente, da E. FORNERO e A. LO PRETE, *Conoscere l’economia per scegliere meglio*, Bari-Roma, 2025, 59 ss.

“avanguardia” e che proietta la materia in parola verso nuove frontiere, meritevoli di massima attenzione).

Nell’insieme, la materia risulta quindi degna di un approfondimento mirato, da condursi nei termini che seguono.

2. Omnia mutantur. *Considerazioni iniziali in tema di sostenibilità*

Il periodo storico corrente si caratterizza per elementi di incertezza a tal punto incisivi da rimodulare i paradigmi istitutivi e comportamentali tipizzanti il sistema sociale, economico e giuridico, così come a oggi venuto a conformarsi nel suo complesso ordinamentale⁹.

Gli indici di quanto affermato sono molteplici e, nel loro reciproco confronto, restituiscono i contorni di un contesto per molti aspetti “in divenire”^{10,11} e in mutazione, all’interno del quale risulta difficile ricondurre a unitarietà le diverse variabili di un cambiamento dotato di particolare incisività. Incisività che emerge, con particolare evidenza, proprio nell’ambito della sostenibilità, rispetto alla quale l’osservazione secondo cui “tutto cambia” trova oggi piena conferma. E ciò, anche e ancor più alla luce di una disciplina *Omnibus* e delle prospettate modifiche al regolamento SFDR che parrebbero affermare, rispetto all’ingente “corpo normativo ESG” stratificatosi fino all’anno scorso,

⁹ In tema si veda F. CAPRIGLIONE, (nt. 5), 241 ss. Nonché, per un inquadramento generale, AA. Vv., *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall’efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell’economia*, a cura di U. Malvagna e A. Sciarrone Alibrandi, Pisa, 2021.

¹⁰ In argomento, e per un inquadramento più ampio, cfr. anche AA. Vv., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di M. Passalacqua (nt. 6).

¹¹ Come evidenziato da F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, 13 ss., «vi sono due grandi, nuove sfide che, oggi, vengono rivolte al legislatore che guarda al mercato dei capitali: lo sviluppo impetuoso delle nuove tecnologie, e la sostenibilità delle attività economiche. Il fenomeno investe tutti i settori finanziari e, naturalmente, anche il mercato immobiliare. [...] Quanto alla sostenibilità, le emergenze che interessano il nostro Pianeta hanno ora coinvolto anche il mondo della finanza e della sua regolazione. La disciplina del mercato finanziario (nella sua interezza) è ora chiamata a contribuire, in modo decisivo, al raggiungimento di obiettivi di sviluppo sostenibili: ambiente, obiettivi sociali, sviluppo equilibrato e gestione trasparente e prudente delle attività economiche sono tutti temi riassunti nell’acronimo “Environmental, Social, Governance – ESG” che connota questo nuovo filone legislativo».

“tutto e il contrario di tutto”, secondo un approccio in via di ipotesi evolutivo, ma forse reo di confondere semplificazione e deregolamentazione¹² e di sacrificare, sull’altare di una pur sempre necessaria competitività (vedasi rapporti Draghi¹³ e Letta¹⁴), alcuni dei traguardi sostenibili conseguiti con fatica e significativi investimenti, *in primis* di natura economica, da parte degli operatori.

Tanto affermato in chiave preliminare, una volta rapportato al contesto giuridico, il quadro dinamico delineato impone di procedere con talune osservazioni di stampo generale, funzionali a una più consapevole comprensione dei paragrafi che seguono.

In questo senso – e al di là di considerazioni di maggiore dettaglio circa il contenuto di processi di transizione ormai in atto – va ad esempio sottolineato che il percorso indirizzato alla realizzazione di nuove e più efficienti strutture che siano in grado di contemplare la complessità del presente comporta, *inter alia*, un distinto ordine di conseguenze, idonee a evidenziare, per un verso, «*l’intervenuta obsolescenza di una consistente parte della regolazione di settore*»¹⁵ e,

¹² Sul tema, cfr. D.A. ZETZSCHE, *The Case for Targeted Deregulation of Finance*, in *FutureFinTech Working Paper Series No.2024-05*, 2025, reperibile su SSRN al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5241266; e F. ANNUNZIATA, *EU Capital Markets Law and the Claim for “Simplification”. Suggestions for a Possible Legal Methodology*, reperibile su SSRN al seguente link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5646870. Si veda altresì AA. VV., *Less is more. Proposals to simplify and improve European rule-making in the financial services sector*, 10 febbraio 2025, consultabile su <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/less-is-more-streamlining-banking-regulation-in-europe/>.

¹³ V. M. DRAGHI, *The future of European competitiveness. A competitiveness strategy for Europe*, Part A, settembre 2024, consultabile al seguente link: https://commission.europa.eu/topics/competitiveness/draghi-report_en.

¹⁴ V. E. LETTA, *Much more than a market. Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, aprile 2024, reperibile su: <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>.

¹⁵ Così F. CAPRIGLIONE, (nt. 5), 243. Ma anche F. ANNUNZIATA, (nt. 11), 14, ove si sottolinea – nel proseguire il ragionamento più ampio poc’anzi annotato – che «*si tratta di un filone che sta profondamente trasformando gli elementi strutturali stessi del mercato, delle sue regole e dei presidi che ne supportano il regolare e buon funzionamento e che, soltanto pochissimi anni fa, erano del tutto estranei alla disciplina della finanza. Sia le nuove tecnologie, sia le questioni legate alla sostenibilità, sottopongono la regolazione a nuovi, importanti sfide, ma schiudono*

per l’altro verso, «*i limiti di un modello organizzativo nel quale la logica del benessere, declinata nelle modalità tipicamente proprie di un capitalismo avanzato, ha assunto un ambito prospettico negativo»*¹⁶.

Quanto precede, si noti, riguarda anche il tema cruciale delle “fonti” del diritto dell’economia, laddove le osservazioni offerte condurrebbero ad affermare, tra l’altro, non solo la ormai netta superiorità di previsioni euro-unionali rispetto a quelle interne¹⁷, ma anche a prendere atto del graduale “riposizionamento” di fonti di rango inferiore rispetto a quelle di rango superiore, con un correlato e deciso rafforzamento di avamposti di natura regolamentare e di *soft law* a “danno” dei più “classici” presidi di livello primario. Il tutto, con evidenti conseguenze di sistema e rischiosi cortocircuiti applicativi.

Gli estremi qualificanti il periodo in esame hanno inoltre influenzato (e influenzano) direttamente anche l’oggetto della disciplina giuseconomica in relazione alla quale, ad esempio, emerge infatti la necessità di “regolare il mercato” in modo efficiente e prudenziale e con l’intento di assicurare a una transizione sostenibile pur sempre necessaria, i necessari flussi di capitali¹⁸.

anche nuove, affascinanti questioni e prospettive. Sulla scorta di queste nuove tendenze, anche il diritto del mercato finanziario, e mobiliare in particolare, si sta, dunque, rapidamente trasformando».

¹⁶ In tali termini F. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1 suppl., 3 ss., spec. 24.

¹⁷ In tema cfr. *ex multis* G. STRAMPELLI, *La strategia dell’Unione europea per il capitalismo sostenibile: l’oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 2/3, 365 ss. In argomento cfr., di recente, anche D. BEVILACQUA, *La normativa europea sul clima e il Green New Deal. Una regolazione strategica di indirizzo*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2022, 2, 297 ss., il quale evidenzia che «*l’analisi [...] della normativa sul clima presenta l’Unione europea come un soggetto intermedio all’interno dell’ordinamento extra-nazionale, con compiti di indirizzo, definizione delle politiche e programmazione, che svolge una triplice attività. L’UE, infatti, è policy-maker, perché partecipa, vota e prende parte alle negoziazioni internazionali per delineare le finalità comuni; è policy-mediator, giacché, come il collo di una clessidra, filtra i granelli decisionali dal globale al nazionale (dove avviene l’esecuzione) e viceversa, ponendosi quindi come autorità preposta a definire la strategia, gli obiettivi e gli indirizzi; è, infine, policy-executer, giacché, attraverso il proprio apparato amministrativo o tramite quello degli Stati, dà esecuzione alle politiche stabilite a livello globale».*

¹⁸ In generale cfr. N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA e M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce*

Proprio a questa esigenza corrisponde lo sforzo compiuto tanto dalle autorità di vigilanza, quanto dagli operatori, nello specifico se di natura istituzionale, chiamati progressivamente a muoversi all'interno di dinamiche caratterizzate da venature talvolta etiche¹⁹ e tratti profondamente responsabilizzanti, nonché incardinate su “binari” volti a consolidare un più serrato dialogo tra politica e finanza²⁰. Dialogo – attenzione – non semplice o privo di problemi.

Non può infatti essere taciuto, quantomeno per onestà intellettuale, che il forte coinvolgimento del settore finanziario, e dei relativi regolatori e attori, nell'attuazione di strategie di stampo sostenibile, nei termini prospettati in sede eurounionale nell'arco degli ultimi anni, ha infatti prestato il fianco a diverse perplessità, nonché a criticità poste poi alla base, insieme ad altre, di quell'opera di revisione messa in atto nel corso del 2025, alla quale si è fatto cenno (cfr. il pacchetto *Omnibus* e, ad esempio, le modifiche prospettate al regolamento SFDR).

In particolare, il complicato e discutibile coinvolgimento di attori privati in questioni che – *prima facie* – rivestono una connotazione principalmente pubblicistica, così come una poco chiara gerarchizzazione degli interessi coinvolti, hanno condotto l'Unione a procedere, negli anni appena trascorsi, con “andature” talvolta (i) «*poco coerenti con la logica di un mercato concorrenziale*»²¹, oltreché (ii)

dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea. Quaderno di finanza sostenibile Consob, Roma, 2021, 1, 14, ove correttamente si sottolinea che, in ambito europeo, «il ruolo del sistema finanziario è stato chiaramente riconosciuto stante l'insufficienza delle risorse pubbliche destinabili alla transizione ecologica».

¹⁹ Questione, questa, assai complicata. In argomento si veda BENEDETTO XVI, *Lettera Enciclica. Caritas in Veritate*, 29 giugno 2009, par. 36, ove si sottolinea che «la sfera economica non è né eticamente neutrale né di sua natura disumana e antisociale», questa appartenendo «all'attività dell'uomo» e come tale dovendo essere «strutturata e istituzionalizzata eticamente». In argomento cfr. anche M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E. Desana, Torino, 2000 ss.

²⁰ Come evidenzia M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 5/6, 1351, tuttavia, «l'imperativo della sostenibilità, una volta svincolato dal presente e costruito come principio decisionale dell'azione attuale nei confronti dei posteri, “si rivolge molto di più alla politica pubblica che non al comportamento privato, che non è la dimensione causale alla quale sia applicabile”».

²¹ In tal senso F. CAPRIGLIONE, (nt. 16), 24.

inclini a realizzare un’allocazione di costi e benefici non pienamente conforme alle esigenze proprie di scambi finanziari di norma orientati a massimizzare il profitto.

A fronte di quanto precede, le difficoltà da tenere oggi in considerazione, quando si discute di sostenibilità e mercati, sono dunque molteplici e riguardano tutti gli operatori della finanza, ivi compresi quei fondi pensione che, come anticipato, del mercato dei capitali divengono progressivamente attori principali.

Tali difficoltà sono di complessa soluzione e – partendo dalla condivisibile considerazione generale secondo la quale se «*nulla vieta (e anzi probabilmente tutto consiglia anche da un punto di vista civico) di non trascurare i fattori ESG nella scelta di come investire il proprio risparmio*» o «*di offrire gestioni del risparmio orientate alla cura di tali aspetti*», a dire il vero «*un conto è tenere in giusto rilievo tali fattori nella valutazione del rapporto tra rischio e rendimento di un investimento e altro conto è semplicisticamente pensare che la ricerca della massima sostenibilità sociale, ambientale e di governance, magari su di un orizzonte temporale lungo, finisce per assicurare rendimenti migliori, a prescindere da come si contemplino tali finalità con la redditività [...] ([...] dell’investimento relativo)*»²² – arrivano, nel particolare, a delineare un insieme di norme spesso troppo complesse e poco chiare in quanto a obiettivi e priorità. Problema, questo, particolarmente grave e del quale le regole che verranno – ivi comprese quelle relative alla *Savings and Investments Union* – auspicabilmente si faranno carico, anche nell’ottica di assicurare una gestione prudente, ma al contempo efficiente, degli investimenti previdenziali e sostenibili.

3. Sed nihil interit. *Sostenibilità e previdenza complementare*

I temi della sostenibilità e delle relative difficoltà teorico-applicative si riverberano, pertanto, anche sul settore previdenziale, secondo un complicato “gioco delle parti” nel quale tanto la corretta individuazione degli interessi tutelati dalle “norme di sicurezza sociale” di riferimento,

²² In tali termini M. STELLA RICHTER JR., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 1, 16 ss., spec. 33.

quanto la loro pertinente collocazione gerarchica, anche rispetto a finalità “altre”, assumono specifica rilevanza.

In questo gioco, i ripensamenti attuali in tema di sostenibilità parrebbero destinati a ricevere un tiepido benvenuto da parte di una disciplina pensionistica che, in prima battuta, «“cinicamente” (*ma anche realisticamente*) [ha] prestato solo formale ossequio a obiettivi extra-previdenziali»²³, ma che è chiamata oggi a misurarsi con un contesto mutato²⁴. Un contesto, tra l’altro, che per un verso va riletto in chiave di un più serrato dialogo tra previdenza complementare e mercato dei capitali (che la sostenibilità deve in ogni caso contemplare, quantomeno per motivi di stabilità) e che, per l’altro verso e con riferimento al piano di diritto interno, è stato innovato da una riforma degli artt. 9 e 41 Cost. la quale, nell’ampliare il novero dei beni tutelati, è destinata a riverberare i propri effetti anche sulla corretta interpretazione degli artt. 38 e 47 Cost.²⁵. Quanto precede, senza tra l’altro volersi soffermare, in questa sede e per evidenti ragioni di spazio, su quella valutazione di impatto generazionale che, recentemente introdotta²⁶, se correttamente attuata, non potrebbe che rafforzare anche

²³ In questi termini, cfr. R. VIANELLO, *Previdenza complementare e transizione ecologica*, in *Dir. rel. ind.*, 2022, 3, 737 ss. In argomento sia consentito il richiamo al mio F. RIGANTI, *Fondi pensione. Impresa, mercato e sostenibilità*, Torino, 2025 (già indicato in nota di apertura), ove ulteriori riferimenti bibliografici tra i quali si segnalano, *ex multis*, E. RIGHINI, *La gestione “finanziaria” del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, Milano, 2006. In generale sul tema dei fondi pensione cfr. anche M.G. IOCCA, *Imprenditorialità e mutualità dei fondi pensione chiusi*, Milano, 2005; e M.E. SALERNO, *Fondi pensione «negoziali». Costituzione, gestione e vigilanza*, Milano, 2002.

²⁴ Per un recente inquadramento operativo della questione, riferito anche alle casse di previdenza, si veda FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Gli investimenti sostenibili degli investitori previdenziali italiani*, Milano-Roma, 2024.

²⁵ E con riferimento a questo profilo, sia permesso il richiamo a F. RIGANTI, *La gestione “sostenibile” del “risparmio gestito”. Divagazioni sull’articolo 47 della Costituzione (e non solo)*, in *Contr.e Imp./Eu*, 2023, 3 505 ss. Sugli artt. 9 e 41 Cost., cfr. S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all’ESG. L’impresa «costituzionalmente solidale» (anche alla luce dei «nuovi» artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *An. giur. econ.*, 2022, 1, 63 ss.

²⁶ Il riferimento è all’art. 4 della l. 167/2025, recante «*Misure per la semplificazione normativa e il miglioramento della qualità della normazione e deleghe al Governo per la semplificazione, il riordino e il riaspetto in determinate materie*». Ai sensi di tale articolo: «*1. Le leggi della Repubblica promuovono l’equità intergenerazionale anche nell’interesse delle generazioni future. 2. La valutazione di*

il legame tra fondi pensione e cambiamento climatico, nell’ottica di un utilizzo consapevole dei primi anche rispetto alle sfide poste da quest’ultimo, in funzione di tutela delle future generazioni.

Nel quadro così aggiornato, i motivi in forza dei quali i fondi pensione risulterebbero inevitabilmente attratti dalla, e coinvolti nella, discussione relativa al perseguimento di obiettivi ESG sono quindi molteplici e si caratterizzano per tratti di natura sia economica, sia giuridica.

In particolare, per quanto attiene (sinteticamente) alla sfera economica, a rivestire importanza specifica nel discorso in esame è, ad esempio, la menzionata riconducibilità dei fondi pensione a quella categoria di *Long Term Investors*, investitori istituzionali per natura pazienti e “devoti” a politiche di investimento di lungo periodo e, *ex*

impatto generazionale (VIG) costituisce uno strumento informativo che consiste nell’analisi preventiva degli atti normativi del Governo, ad esclusione dei decreti-legge, in relazione agli effetti ambientali o sociali indotti dai provvedimenti, ricadenti sui giovani e sulle generazioni future, con particolare attenzione all’equità intergenerazionale. 3. La VIG degli atti normativi di cui al comma 2 è effettuata nell’ambito dell’analisi di impatto della regolamentazione prevista dall’articolo 14 della legge 28 novembre 2005, n. 246, secondo criteri e modalità individuati con il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri di cui al comma 5 del medesimo articolo 14, adottato di concerto con l’Autorità politica delegata in materia di giovani, entro centottanta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. 4. La VIG è, in ogni caso, necessaria se l’atto normativo determina effetti significativi di tipo ambientale o sociale a carico dei giovani e delle generazioni future. In tali casi restano fermi i criteri e le modalità individuati con il decreto di cui al comma 3».

necessitate, attenti alla misurazione e all'internalizzazione anche del rischio di sostenibilità^{27,28}.

Con riferimento, poi, al contesto giuridico (pur sempre collegato a quello economico), va invece ricordato che – al di là della riconduzione delle forme pensionistiche in esame all'interno dei perimetri applicativi predisposti dal regolamento SFDR²⁹ e dunque del contesto regolatorio tipico della finanza sostenibile – i profili della sostenibilità hanno in verità assunto «*indubbia vivacità*»³⁰ per la materia previdenziale già

²⁷ Come sottolinea S. LANDINI, *Riforma della previdenza complementare. Impatto sulla governance e sulle politiche di investimento dei fondi pensione*, in *Riv. dir. sic. soc.*, 2019, 4, 756 – con richiamo a O. MAREUSE, *Fostering Long-term Investment and Economic Growth: A Long-term Investor's View*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011, 1, 84 ss. –, «sono necessari investitori attivi a lungo termine per mantenere i mercati finanziari ben funzionanti e ciò in quanto: 1. i LTIs sono essenziali per la crescita economica, in quanto finanziano le infrastrutture e sono più propensi a impegnarsi come azionisti attivi; 2. i LTIs in generale forniscono rendimenti più elevati per le pensioni e i risparmi a lungo termine, dovrebbero essere in grado di attrarre capitali da pensioni e altri fondi di risparmio a lungo termine, che sono ampi a causa degli elevati tassi di risparmio in Europa; 3. i LTIs dovrebbero bilanciare la volatilità dei mercati finanziari e in alcune circostanze la mancanza di liquidità, che sono in gran parte dovute al comportamento a breve termine della maggior parte degli investitori».

²⁸ E in merito si veda anche, e ad esempio, il Considerando 14 della seconda direttiva azionisti, secondo cui «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione».

²⁹ Il quale, si noti (cfr. art. 2) all'interno della nozione di «partecipante ai mercati finanziari» colloca anche «un ente pensionistico aziendale o professionale (EPAP)» (in inglese IORP - *Institution for Occupational Retirement Provision*), così come «un creatore di un prodotto pensionistico». E in quella di «prodotto finanziario» riconduce tanto un «prodotto pensionistico» quanto uno «schema pensionistico», come definiti dal regolamento stesso.

³⁰ Così M. SQUEGLIA, *Fattori ESG e previdenza complementare: problema di metodo e di merita, prima ancora che di obbligo?*, in *Lateran L. Review*, 2023, I, 1, 93.

grazie alle previsioni della direttiva (UE) 2016/2341, c.d. IORP II³¹, così come della direttiva (UE) 2017/828, c.d. *Shareholder Rights II*.

Nello specifico, è infatti a seguito del recepimento della prima delle due direttive indicate che il legislatore italiano ha progressivamente agganciato i temi della sostenibilità all’impianto normativo predisposto in materia di previdenza complementare, così confermandone la rilevanza tanto con riferimento (i) ai profili organizzativi e agli obblighi di trasparenza degli operatori del settore, quanto con riguardo (ii) agli aspetti caratterizzanti la gestione dei relativi investimenti.

Per completezza di indagine, si ricordi inoltre che di quanto poc’ anzi anticipato ricorre traccia, sotto un punto di vista pratico-operativo, anche e ad esempio nell’intervento regolamentare della Covip la quale, nella «*Deliberazione del 29 luglio 2020*», ha emanato precise direttive alle forme pensionistiche complementari, (i) dedicando uno specifico punto ai fattori ambientali, sociali e di governo societario³² e, così, (ii) dimostrando la volontà dell’autorità di vigilanza previdenziale di proseguire sul cammino di “impegno sostenibile” già tracciato – con ben altra profondità – ad esempio dalla Banca d’Italia.

³¹ Infatti, e ad esempio, al Considerando 58 della direttiva IORP II è precisato che «i fattori ambientali, sociali e di governance di cui ai principi d’investimento responsabile sostenuti delle Nazioni Unite sono importanti per la politica d’investimento e i sistemi di gestione del rischio degli EPAP. È opportuno che gli Stati membri impongano agli EPAP di riferire espressamente se tali fattori sono presi in considerazione nelle decisioni d’investimento e in che modo essi fanno parte del loro sistema di gestione dei rischi. La pertinenza e la rilevanza dei fattori ambientali, sociali e di governance per gli investimenti di uno schema e il modo in cui sono presi in considerazione dovrebbero rientrare tra le informazioni fornite dall’EPAP ai sensi della presente direttiva. Ciò non impedisce all’EPAP di adempiere all’obbligo, precisando in tali informazioni che i fattori ambientali, sociali e di governance non sono presi in considerazione nella sua politica d’investimento o che i costi di un sistema di controllo della pertinenza e rilevanza di tali fattori e il modo in cui sono presi in considerazione sono sproporzionati rispetto alla dimensione, alla natura, alla portata, e alla complessità delle sue attività».

³² Trattasi del punto numero 19, dove tra l’altro si precisa che i fattori ESG «rappresentano declinazione dei principi di investimento responsabile ampiamente promossi in ambito internazionale e si configurano come particolarmente significativi per la politica di investimento e i sistemi di gestione del rischio delle forme pensionistiche complementari, anche considerando la loro valenza di investitori istituzionali». Il documento è reperibile al seguente link: <https://www.covip.it/normativa/fondi-pensione/atti-generali-covip/deliberazione-del-29-luglio-2020>.

L'intervento della Covip, in particolare, evidenzia la necessità per i fondi pensione sia di «*disporre di un sistema di governo idoneo ad assicurare la sana e prudente gestione dei rischi che gravano sul fondo pensione, inclusi i rischi ESG*», sia di illustrare «*le modalità con cui la politica di investimento tiene conto dei fattori ESG*»³³. Elementi, questi ultimi brevemente indicati, che nel complesso non possono che confermare un dato: il legame in essere tra contesto previdenziale, disciplina dei mercati e sostenibilità è – più che mai – “vivo e vegeto”!

4. Fondi pensione e Risikokultur

Proseguendo sinteticamente con l'analisi del piano giuridico, va sottolineato che nell'ordinamento della previdenza complementare i temi ambientali, sociali e di *governance* si riferiscono, come detto, a profili organizzativi e comunicativi, ferma restando la centralità, assodata e generale, degli aspetti ESG in sede di investimento dei risparmi raccolti.

In particolare, le ricadute organizzative gravitano naturalmente attorno alla «*sana e prudente gestione*»³⁴ dei fondi pensione – così come degli intermediari all'interno dei quali questi sono costituiti (nel caso di fondi aperti) o ai quali ne viene delegata la gestione (nel caso di fondi chiusi) – e individuano nell'adozione di precisi presidi di governo e *risk management* lo snodo cruciale di una disciplina che, nel complesso, risulta indirizzata a rapportarsi alla sostenibilità in modo “cauto”, pragmatico e attento a evitare potenziali eterogenesi dei fini della disciplina previdenziale.

In merito agli aspetti in parola (che, insieme ad altri, riconducono anche i fondi pensione nel contesto di quella *Risikokultur* propria della regolazione settoriale) giova anche evidenziare che – al di là della centralità di solito ricoperta dal rapporto intercorrente tra *governance* dei soggetti sottoposti a vigilanza e sostenibilità³⁵ –, nello specifico contesto interno delineato dall'ordinamento pensionistico privato, l'art. 4-bis del d.lgs. 252/2005 precisa che «*il sistema di governo*» (dei fondi previdenziali), come noto descritto in un apposito documento, «*tiene in*

³³ Evidenzia il punto S. LANDINI, *ESG, Green Finance, assicurazioni e previdenza complementare*, in *Corp. Gov.*, 2022, 1, 221 ss.

³⁴ Cfr., di recente, F. RIGANTI, (nt. 23), *passim*.

³⁵ Cfr., sul punto, F. RIGANTI, (nt. 23), *passim*.

considerazione, nelle decisioni relative agli investimenti, dei connessi fattori ambientali, sociali e di governo societario».

L’attenzione indirizzata verso tali fattori implica, in chiusura di ragionamento, la predisposizione di specifici avamposti, volti ad assicurare la conformazione e l’adozione di un efficace ed efficiente sistema di gestione dei rischi (cfr. artt. 5-ter e 5-novies del d.lgs. 252/2005) che, all’atto pratico, indica gli estremi di un preciso e coerente contesto regolatorio.

Quest’ultimo è specificamente riferito al settore previdenziale complementare; settore all’interno del quale, si noti, «*il fondo pensione non è obbligato a investire in imprese sostenibili, ma deve*» – in ogni caso – «*verificare se le società partecipate sono a rischio di fattori ESG*»³⁶, nulla infatti impedendo a tali fondi «*di precisare che i fattori ESG non sono presi in considerazione nella [loro] politica di investimento o che i costi di un sistema di controllo (della pertinenza e della rilevanza) di tali fattori e il modo in cui sono presi in considerazione sono sproporzionati rispetto alla dimensione, alla natura, alla portata, e alla complessità delle sue attività*»³⁷.

Quanto, invece, al secondo aspetto menzionato (*i.e.* i profili comunicativi e di *disclosure*), alcune osservazioni tornano utili per meglio comprendere il quadro di riferimento.

In merito, si evidenzia così non solo la ricorrenza di specifici obblighi a favore della Covip, ma anche la centralità di una trasparenza, poi declinata nel dettaglio e indirizzata a riguardare (i) «*il modo in cui la politica d’investimento tiene conto dei fattori ambientali, sociali e di governo societario*» (cfr. art. 6 del d.lgs. 252/2005), (ii) le informazioni periodiche agli aderenti «*sul se e sul come sono tenuti in conto i fattori ambientali, climatici, sociali e di governo societario nella strategia di investimento*» (cfr. art. 13-quater, lett. h), del d.lgs. 252/2005), nonché, (iii) in sede di bilancio, «*se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell’esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione fattori ambientali, sociali e di governo societario*» (cfr. art. 17-bis del d.lgs. 252/2005).

³⁶ In questi termini cfr. M. SQUEGLIA, (nt. 30), 105 s.

³⁷ Così cfr. M. SQUEGLIA, (nt. 30), 105 e ss.

La trasparenza poc'anzi indicata è, quindi, elemento cruciale dell'impegno verso i beneficiari dei (e gli aderenti ai) fondi previdenziali, così come per la realizzazione di un più attento allineamento di interessi tra gli attori coinvolti in un rapporto che, innanzitutto in forza della relazione che lega gestori delle risorse previdenziali/investitori istituzionali e "clienti", ben si presta a venire qualificato, ad esempio, anche in termini di *Agency Theory*, e ad essere così letto ponendo attenzione ai doveri fiduciari qualificanti le dinamiche di investimento sottese al rapporto in parola.

Si tratta di doveri già noti alla disciplina dei mercati finanziari. E in merito ai quali è dunque bene soffermarsi, sebbene in via necessariamente schematica, nel paragrafo seguente.

5. Profili di Agency Theory e doveri fiduciari

La qualificazione delle forme di previdenza complementare alla stregua di gestori di denaro di rilevanza sistematica e, come tali, riconducibili all'alveo degli investitori istituzionali, offre lo spazio per alcune ulteriori considerazioni mirate.

Tali considerazioni, in particolare se rapportate alle peculiarità del meccanismo di accumulo su larga scala e di gestione intermediata delle risorse, come anticipato evidenziano la centralità, per la materia in parola, degli schemi tipici della *Agency Theory* e di precisi "doveri fiduciari" in capo ai gestori³⁸.

Le stesse, nondimeno, permettono di comprendere la rilevanza della previdenza complementare per la *Savings and Investments Union*. Rilevanza che pare oggi superare, in qualità, le molteplici speranze di intervento di stampo fin quasi "salvifico" e "taumaturgico"³⁹ nel tempo

³⁸ V. F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 1, 202 ss., il quale, in apertura, osserva che «La gestione di patrimoni collettivi da parte degli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento; fondi pensione; SICAV) costituisce certamente una fatispecie di amministrazione fiduciaria di beni».

³⁹ Sul punto, per tutti, cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. Soc.*, 2020, 1, 51 ss. Più di recente, v. anche ID., *The Dubious Role of Institutional Investors in Driving the Green Transition: Legal and Economic Constraints*, in *9 Brook. J. Corp. Fin. & Com.*, 373, su <https://brooklynworks.brooklaw.edu/bjcfcl/vol19/iss2/3/>.

(forse incautamente?) affidate in capo agli *Institutional Investors* a beneficio dei mercati.

In argomento, va innanzitutto confermato che il modello economico – peraltro correttamente ritenuto capace di «attrarre tutti i rapporti sociali»⁴⁰ – dell’*Agency Theory*⁴¹ ben si adatta alle strutture tipiche dei fondi pensione, laddove il rapporto tra l’intermediario–Agent e il cliente–Principal diviene infatti chiave di volta di un sistema di gestione che, attraverso adeguate regole comportamentali (o regole di condotta), è chiamato a perseguire la realizzazione degli interessi di quest’ultimo.

Tali regole comportamentali, in quanto rappresentative di «una specificazione dei doveri di fonte civilistica» e incidenti «sulla prestazione contrattualmente dovuta dal debitore-gestore»⁴², orientano l’azione dell’investitore istituzionale–prevideziale e si plasmano su quei doveri fiduciari⁴³ – primi fra tutti il *duty of care* e il *duty of loyalty*⁴⁴ – che mirano a realizzare il corretto allineamento di interessi tra investitori, sottoscrittori e beneficiari.

Il tema in parola e, più in generale, la questione delle “buone maniere” da osservare nella fase di selezione e gestione degli investimenti effettuati dai fondi pensione (così come quella, collegata, dei relativi *fiduciary duties*, come derivanti dal descritto rapporto di agenzia), lunghi dal rivestire una centralità meramente teorica, risulta

⁴⁰ Per un lucido inquadramento del tema cfr., *ex multis*, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 118 ss., ove ampi ed attenti riferimenti bibliografici.

⁴¹ Sull’utilizzo del rapporto *principal and agent* in relazione ai fondi pensione v. già M. BESSONE, *Le partecipazioni azionarie del fondo pensione. Titolarità dei diritti di voto e corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 9/12, 421.

⁴² In questi termini, sebbene con riferimento al risparmio gestito, cfr. P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, in AA.VV., *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 602 ss. Nonché R. LENER e C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, ivi, 622 ss.

⁴³ Sul tema, per un inquadramento di stampo generale, cfr. *ex multis* M. GRAZIADEI, *Virtue and Utility: Fiduciary Law in Civil Law and Common Law Jurisdictions*, in *Philosophical foundations of fiduciary law*, a cura di A.S. Gold e P.B. Miller, Oxford, 2014, p. 287 ss.; T. FRANKEL, *Watering Down Fiduciary Duties*, ivi, 242 ss. V. anche, in argomento, A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance della società*, in AA.VV., *Il Testo Unico Finanziario*, cit., 1782 ss., spec. 1797.

⁴⁴ Su questo profilo, cfr., *ex multis*, F. BORDIGA, (nt. 38); A. DACCÒ, (nt. 43), 1794 ss.

così di particolare attualità nel contesto operativo, e ciò in quanto destinataria – oggi come in passato – di un ampio dibattito (molto forte in ambito nord-americano) concernente, ad esempio, il corretto “*agere*” dei fondi pensione, sulla base dei doveri citati, in una prospettiva di perseguimento (anche) di obiettivi ambientali, sociali e di *governance*.

Tale dibattito risulta, senza dubbio alcuno, di grande rilevanza e con tutta evidenza non trattabile nello spazio di poche pagine. Volendo, tuttavia, prendere una posizione in merito – quantomeno a titolo di inquadramento di massima – va detto che, a nostro avviso, la riconducibilità delle finalità ESG poc’anzi menzionate nell’ambito pensionistico risulterebbe ammissibile solo se perseguita con estrema cautela, dovendo quest’ultimo infatti essere (e rimanere) strutturalmente volto alla realizzazione di obiettivi di “copertura”⁴⁵, attraverso l’oculato e attento investimento del “risparmio previdenziale”⁴⁶, senza altre distrazioni.

Questa posizione non è isolata e trova riscontro, ad esempio, nel sistema interno delineato dal d.lgs. 252/2005, dal quale emerge, infatti, che la protezione economica a favore dei soggetti inattivi è il fine ultimo dell’attività degli strumenti ideati nell’ambito della previdenza privata. La stessa risulta altresì supportata in dottrina laddove – pur a fronte di

⁴⁵ Come evidenziato da R. VIANELLO, (nt. 23), 737 ss., «il recepimento dei fattori ESG deve rappresentare un arricchimento, e non un depauperamento, dell’offerta finanziaria: ciò significa che, lungi dall’innalzare quei fattori a principi “tiranni” sì da rendere a essi subalterno il primario obiettivo del conseguimento di più elevati livelli di copertura previdenziale (che – come si è detto – nell’interpretazione della Corte costituzionale non è un mero traguardo finanziario, ma rappresenta la via per la realizzazione dell’obiettivo di adeguatezza e, per proprietà transitiva, delle finalità di cui all’articolo 3, secondo comma, Cost.), il novero dei compatti di investimento deve essere opportunamente differenziato in modo da consentire all’iscritto alla forma pensionistica complementare di effettuare una scelta consapevole (consapevole – si intende – sia dei maggiori o minori benefici economici che potrà ottenere aderendo a un comparto che tenga conto, in misura maggiore o minore, o anche che non tenga conto, dei fattori ESG, sia dei costi ambientali derivanti dalle sue scelte). In quest’ottica sarebbe, perciò, preferibile che i fondi pensione si dotassero di specifiche linee guida di sostenibilità nei vari compatti, adottando altresì appropriati indici etici (ad esempio, l’ECPI Global Ethical Equity Index), piuttosto che affidarsi alle politiche di investimento sostenibile applicate dai gestori dei mandati di gestione indiretta o, in caso di gestione diretta, dai fondi chiusi mobiliari, per quanto quelle politiche siano state previamente condivise».

⁴⁶ Cfr. F. RIGANTI, (nt. 23), *passim*.

qualche sfumatura di diverso tenore⁴⁷ – è stato infatti correttamente evidenziato che «rappresenterebbe un indebito scavalcamiento della finalità della previdenza complementare indirizzare l’investimento delle relative risorse al perseguimento di obiettivi diversi, per quanto nobili essi siano, o, comunque, posporre quella finalità rendendola, se non ancillare, indiretta, quasi che essa fosse un obiettivo collaterale, persegibile inerzialmente a seguito della ricerca delle migliori opportunità di rendimento non finanziario, bensì ambientale, sociale o di corporate governance»⁴⁸.

Sulla base di quanto precede, il rapporto tra previdenza e sostenibilità pare dunque non solo – come detto – “vivo e vegeto”, ma anche destinato a evolversi lungo un sentiero saggiamente equidistante dalle voci “partigiane” che ciclicamente si alzano a favore, o in conflitto, con la sostenibilità, in particolare considerando i temi ESG – soprattutto se ambientali – rilevanti tutte le volte in cui questi vengano correttamente declinati in categorie di rischio, inevitabilmente impattanti sulle strategie di (vita ed) investimento dei fondi pensione. Strategie particolarmente interessanti anche agli occhi della *Savings and Investments Union*.

6. Il rapporto con la Savings and Investments Union

La qualificazione dei fondi pensione in termini di “agenzia” e la conseguente applicazione al fenomeno dei *fiduciary duties* è elemento di massima centralità per la disciplina del mercato dei capitali, come di recente confermato dall’infatuazione mostrata nei confronti della previdenza complementare dai lavori preparatori della menzionata *Savings and Investments Union*, laddove è infatti dedicata specifica

⁴⁷ Cfr., ad esempio, M. CORTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione chiusi, La concezione unitaria del sistema di vigilanza*, in *La nuova disciplina della previdenza complementare*, a cura di A. Tursi, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2007, 679.

⁴⁸ In questi termini cfr., R. VIANELLO, (nt. 23), 737 ss. Ma v. anche E. RIGHINI, (nt. 23), 240, la quale osserva che imporre ai fondi pensione l’attuazione di politiche di investimento responsabile non sarebbe possibile «senza snaturare ruolo e funzione della previdenza complementare privata, imponendo ad essa una “funzionalizzazione” verso il perseguimento di più o meno determinati interessi di natura “sociale”, che travalicherebbero il primario ed esclusivo interesse di tutela del risparmio previdenziale che i fondi pensione devono perseguire».

attenzione anche alla necessità di sviluppare il settore delle pensioni integrative⁴⁹.

La conferma di questo interesse è fornita, ad esempio, dalla (per certi aspetti collegata) recente Comunicazione della Commissione europea n. 839 del 20 novembre 2025, relativa alla necessità di “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”⁵⁰.

⁴⁹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *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*, COM(2025) 124 final, *Unione del risparmio e degli investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, Bruxelles, 19 marzo 2025, qui reperibile: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52025DC0124>, 7. Ma anche a pagina 9, dove è *inter alia* precisato che «*Gli investitori istituzionali, come assicurazioni e fondi pensione, svolgono un ruolo essenziale nel sistema finanziario dell'UE, ma tendono a essere meno attivi nei mercati degli strumenti di capitale e di determinate attività alternative, ossia capitale di rischio, private equity e infrastrutture. A condizione che siano gestiti con attenzione, gli investimenti in strumenti di capitale e in classi di attività alternative possono costituire una componente preziosa del portafoglio degli investitori istituzionali, offrendo diversificazione, rendimenti più elevati e riparo dall'inflazione e possono rappresentare, allo stesso tempo, una fonte di finanziamento fondamentale per l'economia. È importante garantire che non vi siano indebiti ostacoli normativi che impediscano agli investitori istituzionali di accedere a tali classi di attività, precisando il trattamento prudenziale delle esposizioni al capitale paziente, compreso il capitale di rischio e il capitale di crescita. [...] Un aumento del finanziamento azionario attraverso un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali andrebbe a vantaggio di tutte le imprese dell'UE, in particolare delle PMI e delle piccole imprese a media capitalizzazione, che costituiscono la spina dorsale dell'economia dell'UE e incontrano ancora ostacoli considerevoli nell'accesso ai finanziamenti».*

⁵⁰ Trattasi di COMMISSIONE EUROPEA, *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*, COM(2025) 839 final, *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, qui reperibile: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025DC0839>.

In particolare, a pagina 2 ss. di questo documento è infatti ricordato che «*La strategia per l'Unione del risparmio e degli investimenti mira ad aumentare la ricchezza e a stimolare la crescita economica e la competitività dell'UE, offrendo una scelta più ampia ai risparmiatori che desiderano incrementare il patrimonio familiare e*

In questo documento, in particolare, sono messe in evidenza le ormai note criticità del sistema pensionistico comune – pressione demografica e frammentazione delle coperture complementari – ed è posto l’accento sulla già anticipata duplice dimensione previdenziale e finanziaria dei fondi pensione, da concepirsi progressivamente come infrastrutture di interesse generale e macroeconomico, capaci di rispondere ad una logica *cross-settoriale* e, così, di coniugare il perseguimento di obiettivi pensionistici con un adeguato sostegno allo sviluppo dei mercati europei.

La posizione della Commissione in tema di previdenza e finanza è audace e, mossa anche dalla necessità di assicurare coperture previdenziali ai cittadini europei e supportare la competitività dell’Unione nel quadro globale, si misura con la predisposizione di meccanismi di incentivazione al ricorso alla pensione privata. Meccanismi capaci di assicurare uno smobilizzo ordinato, prudente ma sistematico (e quantitativamente apprezzabile) dei risparmi (anche previdenziali) verso gli obiettivi a questi riservati.

Si noti che, nell’ambito descritto, una prima leva concreta di rafforzamento dell’utilizzo della previdenza complementare è fornita dal meccanismo di *auto-enrolment*⁵¹.

Questo, accompagnato da quella possibilità (in verità, poco scelta)⁵² di *opt-out* che, a prima vista, parrebbe capace di garantire il carattere pur sempre libero e volontario – finché sarà possibile⁵³ – del ricorso alla pensione privata, traduce «l’ormai affermato approccio regolamentare

consentendo alle imprese di tutta Europa di espandersi. Le pensioni complementari, in particolare, possono contribuire a conseguire una maggiore sicurezza finanziaria e stabilità durante il pensionamento, integrando le prestazioni delle pensioni obbligatorie, che in molti casi non saranno sufficienti per mantenere il tenore di vita. 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».

⁵¹ E, in merito a questo aspetto, va messa in evidenza l’impostazione di recente adottata anche in sede di diritto interno, con riferimento alla c.d. adesione automatica alla previdenza complementare per determinate categorie di lavoratori (salvo loro decisione contraria).

⁵² Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 50), 10 ss.

⁵³ In argomento, v. le criticità e le osservazioni esposte nelle pagine conclusive del mio F. RIGANTI, (nt. 23).

ispirato dalle teorie comportamentali e dai dettami del nudge»⁵⁴ e permette, almeno per quanto riguarda il lato pensionistico, di rafforzare un contesto nel quale, ad oggi, «distorsioni comportamentali»⁵⁵ inducono ancora parti della popolazione (soprattutto se finanziariamente analfabetizzate) a rinviare le decisioni circa la propria copertura futura. Il tutto, con correlato abbassamento delle protezioni sociali e deflusso di risorse a favore dei fondi pensione e, quindi, del mercato nel suo complesso.

Una seconda soluzione di *policy* è invece rappresentata da un intervento giuridico chirurgico, consistente nella rivisitazione dei menzionati doveri fiduciari all'insegna del suggerito passaggio dall'attuale criterio della *prudent person rule* a quello del *prudent person principle*, in fase di selezione e gestione degli investimenti previdenziali.

Tale “cambio di registro”, messo prontamente in evidenza dalla dottrina più attenta⁵⁶, 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, oltretché (ii) di una copertura previdenziale assicurata tramite (a) un rafforzamento della responsabilità fiduciaria dei gestori e (b) un rinvigorimento dell’attività di vigilanza, “riallocata”, in merito a questo aspetto, da un piano *ex ante* ad uno *ex post*.

L’impostazione prospettata si allinea con le modifiche che riguarderanno la disciplina pensionistica privata (ad es. IORP II ed EPAP) nel suo complesso, eleva il principio in esame a «*flexible but demanding fiduciary standard*» (e si ricordi la centralità degli *standards* come strategia di risoluzione dei problemi di agenzia e di protezione dei

⁵⁴ Sul punto v. F. 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-unico-dei-capitali/>. In particolare, sul tema del *nudge*, v. ID., *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023.

⁵⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 50), 8 ss.

⁵⁶ Cfr. F. VELLA, *I fondi pensione*, (nt. 54).

*Principals*⁵⁷) e, lungi dall'identificare precise eccessive limitazioni quanti-qualitative all'utilizzo dei risparmi raccolti, "black-list" o «*specific asset mix*» incoerenti con gli obiettivi di investimento pensionistico, riconosce ad esempio che «*gli investimenti azionari, compreso il capitale quotato e non, non sono intrinsecamente imprudenti*», potendo al contrario «*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*»⁵⁸.

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, nel quadro più ampio dato dal mutamento di un paradigma regolatorio volto a ridefinire il ruolo della previdenza complementare anche rispetto al mercato finanziario.

7. Conclusioni e prospettive: il progressivo affrancamento della previdenza complementare dalla matrice giuslavoristica. Le aperture verso la disciplina dei mercati finanziari

Le relazioni che intercorrono tra i fondi pensione, intesi quali investitori istituzionali, i rispettivi gestori, gli aderenti e i beneficiari ultimi dell'investimento, si caratterizzano, come sinteticamente illustrato, per un elevato grado di intensità e per alcuni elementi di complessità che – soprattutto quando posti in relazione alla difficile identificazione degli interessi coinvolti – si distinguono a loro volta per profondità e attualità.

In questo scenario, la possibilità per le forme di previdenza complementare di "giocare un ruolo" all'interno del mercato dei capitali e, ancor più nello specifico, nel relativo percorso di transizione sostenibile, può essere favorevolmente accolta soltanto laddove, come detto, la ricomprensione di finalità ESG nei rispettivi investimenti

⁵⁷ Per un inquadramento cfr., *ex multis*, J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMAN, *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*, in *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 135/2009*, reperibile su SSRN a questo link: <https://ssrn.com/abstract=1436555>.

⁵⁸ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 50), 13.

previdenziali risulti necessaria, secondo un approccio *risk-based*, a valorizzare gli investimenti medesimi e, così, a garantire l'adempimento delle prestazioni a favore dei risparmiatori-pensionati. Prestazioni (si auspica) progressivamente più redditizie, anche in considerazione del prospettato meccanismo dell'iscrizione automatica.

Ulteriori soluzioni, connotate da venature tanto suggestive quanto metagiuridiche e indirizzate con crescente costanza a ritenere gli investitori istituzionali portatori di ulteriori obblighi a favore di soggetti “altri” o della collettività nel suo complesso, all’ insegnà di una non meglio definita spinta in direzione della transizione sostenibile (tra l’altro, come detto, oggi fortemente contestata), parrebbero infatti non trovare spazio adeguato nel quadro disegnato dalle norme e dalla prassi operativa della previdenza. E ciò poiché l’azione dei fondi pensione, come si è sostenuto, risiede principalmente nel perseguimento di obiettivi “*monetari*”, tipici degli investimenti sui mercati finanziari e strumentali alla tutela di soggetti deboli, in quanto non più attivi nel mercato del lavoro.

Anche a fronte di quanto precede, emerge che il crescente legame tra previdenza complementare e finanza (in parte anche sostenibile) rappresenta, allo stato attuale, un importante punto di svolta per lo studio delle forme pensionistiche private.

Queste, in quanto veicolo ottimale di canalizzazione del risparmio a favore del mercato dei capitali (quindi beneficiato dal ricorso alla pensione privata), come detto divengono elemento di massima attenzione delle strategie sottese alla *Savings and Investments Union* e approdano sempre di più verso lidi nuovi, nei confronti dei quali l’ecosistema giuslavoristico che ha di norma influenzato lo studio della previdenza privata va progressivamente ad affiancarsi a profili giuseconomici nuovi ed attuali, all’interno dei quali i fondi pensione divengono oggi strutture centrali per le strategie di crescita eurounionali, senza tradire la finalità primaria di protezione verso i pensionati.

È in merito a questo profilo che la suggerita rivisitazione di matrice europea a favore del *prudent person principle* risulterebbe essere un passaggio cruciale, in quanto capace di “liberare” le risorse previdenziali accumulate da limiti all’investimento predisposti in chiave *ex ante* e forse non più attuali se rapportati alle nuove esigenze del mercato unionale.

In questo senso, lo spostamento a favore del citato nuovo criterio di valutazione non solo renderebbe il sistema più autonomo, ma conferirebbe anche al contesto previdenziale, inteso nel suo insieme, maggiore concorrenzialità, profittabilità e, così, *vis attractiva* nei confronti dei cittadini europei, a beneficio sia di questi ultimi che della competitività dell’Unione.