

Investitori istituzionali per il futuro: pensioni, finanze, disuguaglianze *

di Francesco Vella

SOMMARIO: 1. I Fondi Pensione: investitori istituzionali che crescono. – 2. Ripensare i doveri fiduciari. – 3. La *Savings and Investments Union* tra mercato dei capitali e coperture previdenziali. – 4. Il secondo pilastro nell’inverno demografico italiano: ancora *nudge*. – 5. Un salto alla Fosbury?

1. *I Fondi Pensione: investitori istituzionali che crescono*

L’inquadramento del ruolo degli investitori istituzionali nel rapporto tra interessi speculativi e interessi generali (tema questo, come vedremo più avanti, di grandissima rilevanza perché gli orientamenti di politica regolamentare in questa materia dialogano direttamente con scelte politiche tout court) presuppone un richiamo metodologico molto noto, ma spesso non adeguatamente considerato. Molto noto perché, quando alla fine del secolo scorso, l’Associazione Disiano Preite, avviò il pionieristico percorso di riflessione interdisciplinare tra giuristi ed economisti con il Rapporto sulla Società Aperta per mobilitare idee e proposte sulla riforma del nostro mercato finanziario, vi era la consapevolezza che quella riforma non potesse prescindere dalla diffusione «di una solida rete di investitori istituzionali» ⁽¹⁾. Ma si parlava appunto di una “rete” di investitori perché questa espressione è una sorta di ombrello sotto il quale agisce una molteplicità di operatori con differenti modalità di gestione e soprattutto una diversa struttura della raccolta. Ed infatti si proseguiva auspicando la creazione di un ambiente normativo più accogliente per questi operatori, ma distinguendo le varie categorie e proponendo interventi modulati in ragione delle rispettive specificità.

Un contesto nel quale un ruolo da protagonista assumevano i Fondi Pensione considerati i candidati naturali per realizzare scelte di investimento più stabili e di lungo termine, non soggette a richieste immediate di liquidazione del patrimonio. In sostanza, quelle esigenze più volte richiamate nel rapporto, di ispessimento e ampliamento dei mercati finanziari potevano essere più facilmente soddisfatte dal “capitale paziente” rappresentato dai Fondi Pensione, in grado di superare logiche

(*) Il lavoro è dedicato al caro e affettuoso ricordo di Riccardo De Bonis, e destinato alla pubblicazione sulla Rivista delle Società.

⁽¹⁾ ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997, 156.

meramente speculative verso il perseguimento di interessi generali e di più attivo monitoraggio sulla governance societaria. Una impostazione non certo di grande originalità se si pensa ad esempio agli studi di Roberta Romano che già nel 1993 aveva pubblicato un importante contributo, sulle (ma anche sul possibile condizionamento delle) politiche di investimento dei Fondi e il loro attivismo nella governance societaria ⁽²⁾. Un’impostazione, bisogna ricordarlo, che andava di pari passo con uno dei più organici piani di riforma dello stato sociale italiano che in quello stesso periodo veniva elaborato, ci si riferisce alla nota Commissione Onofri, che raccomandava una «decisa accelerazione nello sviluppo della previdenza complementare ed estensione della stessa al settore pubblico» ⁽³⁾. Un periodo, come si può vedere, caratterizzato da un ricco e fecondo dibattito dove si incrociavano e dialogavano tra di loro competenze e saperi diversi accomunate dall’obiettivo di disegnare nuove mappe di riforma per lo sviluppo del nostro paese.

Guardando indietro non si può non constatare il sostanziale insuccesso sul territorio che qui ci interessa di tutte queste elaborazioni. Il Rapporto sulla società aperta ha rappresentato, infatti, un importante contributo di suggestioni e indicazioni per l’impalcatura del Testo Unico della Finanza, del 1998, ma per quanto concerne la spinta verso la diffusione degli investitori pazienti e attivi come i fondi pensione per rafforzare e ampliare il mercato mobiliare, l’obiettivo è stato solo parzialmente raggiunto. Bisognerebbe ripercorrere la storia di un quarto di secolo per analizzare attentamente i tanti fattori che hanno inciso su questo insuccesso, ma un rapido sguardo al panorama dei nostri giorni, testimoniato da recenti ricerche (non a caso di autori che pure collaborarono al citato Rapporto) conferma due dati peraltro conosciuti ed inequivocabili. Da un lato, il nostro mercato dei capitali resta nonostante tutto asfittico e poco attrattivo, con un numero ridotto di emittenti quotati che non ha subito sensibili variazioni nel lungo periodo e che anzi sta mostrando segni di ulteriore debolezza. ⁽⁴⁾ Un mercato, riassumendo con una efficace espressione della dottrina, che finisce con l’espore “una merce non in vendita” ⁽⁵⁾, ed è attraversato da preoccupanti dinamiche migratorie soprattutto di grandi società verso altri sistemi. E qui viene in mente il

⁽²⁾ R. ROMANO, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, in *Columbia Law Review*, 1993, 795 ss.

⁽³⁾ Commissione per l’analisi delle compatibilità macroeconomiche, 1997, disponibile su www.astrid-online.it.

⁽⁴⁾ G.D. MOSCO, F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *Analisi giur. econ.*, 2024, 14 ss.

⁽⁵⁾ M. CAMPOBASSO, *Dalla società per azioni alla società “per caste” Un dialogo a distanza con Alberto Mazzoni sulla tutela dei soci e delle minoranze*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2025, 26.

drastico giudizio di un mai dimenticato economista, Filippo Cavazzuti, che, con un richiamo shakespeariano al «tanto rumore per nulla» ha dedicato molte pagine per descrivere i miseri frutti della «maestosa legislazione e regolazione costruita nel tempo» (6).

Dall'altro, all'interno di questa pur ridotta dimensione, è sicuramente marcata la presenza di investitori istituzionali, ma è un panorama dove la componente con un DNA connotato da un interesse non speculativo e orientata verso politiche di lungo termine (7) e di sostenibilità delle imprese non ha certo un ruolo preminente. Tant'è che la seconda delle ricerche alla quale ho accennato, nel riprendere metodologicamente la chiave di lettura dell'interesse dell'investitore istituzionale «alle sorti e alla continuità nel tempo della società», richiama, quale esempio di soci «buoni e pazienti» e non certo vincolati a logiche di *short term*, accanto alle fondazioni bancarie, i fondi pensione (8), che però tuttora pesano sul totale della ricchezza finanziaria delle famiglie solo per il 2,4 per cento (9).

Più di dieci anni fa era la stessa Autorità di Vigilanza, la Consob, nel corso di una indagine parlamentare, a mettere in rilievo la asimmetria tra l'evidenza empirica che «dimostra che il grado di sviluppo dei mercati finanziari è positivamente correlato con il grado di espansione di tale tipologia di fondi» (10), e la scarsa incidenza nelle loro linee di investimento della componente azionaria. Ed è significativo che un decennio dopo l'altra Autorità di vigilanza, questa volta la Covip, sempre nel corso dell'ennesima indagine parlamentare, dica più o meno la stessa cosa, rilevando la indubbia evoluzione dei fondi nel corso degli anni, ma invitando il legislatore a

(6) Si rinvia a F. VELLA, *Crescere su mercati e piattaforme: le piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, in *Merc. conc. reg.*, 2019, 251.

(7) Non vi è dubbio, come opportunamente sottolineato in dottrina, che questa espressione assume molteplici sfaccettature e «può voler dire molte cose» M. STELLA RICHTER Jr, *Long Termism*, in questa *Rivista*, 2021, 39). Ma se da un lato non tutto ciò che si colloca sotto questa categoria è destinato a riverberare effetti positivi su investitori finali e società destinatarie degli investimenti (non si può infatti attribuire allo *short termism* un valore negativo di per sé), dall'altro i Fondi Pensione, essendo legati ad obiettivi di rendimento che devono tener conto delle aspettative di vita degli aderenti, sono necessariamente connotati da scelte gestorie orientate verso orizzonti temporali di lungo periodo.

(8) M. CERA, *Gli azionisti di società quotate in Italia tra varietà di interessi e discipline*, in *Giur. comm.*, 2023 I, 562.

(9) R. DE BONIS, L. INFANTE, E. SALTARI, *Risparmio e ricchezza. Come cambia la finanza delle famiglie*, Roma, 2025, 53.

(10) G. CAPUTI, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione Indagine conoscitiva sulle funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato, alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare*, 16 aprile 2014, 7.

riflettere «sulla contenuta quota degli investimenti azionari, che pure in linea di principio si ritiene sia una tipologia di investimento adatto all’orizzonte di medio lungo-termini degli investimenti previdenziali»⁽¹¹⁾. D’altronde, escludendo i titoli di stato, la percentuale di investimento in economia reale (sia dei fondi preesistenti che negoziali) è alquanto contenuta, il 5,17% del totale degli investimenti e il 2,9% del patrimonio⁽¹²⁾, in un contesto dove secondo le classifiche internazionali, basate sui parametri del patrimonio complessivo e del rapporto tra questo e il PIL, l’Italia si colloca al quindicesimo posto su 38 Paesi appartenenti all’area OCSE, a testimonianza di una dimensione ancora limitata⁽¹³⁾.

È innegabile che i Fondi Pensione hanno attraversato una intensa stagione di riforme nell’ambito, non solo delle ben note traiettorie di derivazione comunitaria tese a favorire l’*engagement* di tutta la categoria degli investitori istituzionali, proprio con l’esplicito obiettivo di orientare le società partecipate verso prospettive di lungo termine⁽¹⁴⁾, ma anche di una disciplina speciale, sempre di derivazione comunitaria,

(11) F. BALZANI, Audizione della Presidente f.f. della COVIP presso la Commissione parlamentare di controllo sull’attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, nell’ambito dell’indagine conoscitiva sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali e dei fondi pensione anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell’economia reale, 10 aprile 2025, 10.

(12) È noto che i Fondi offrono l’opzione di più linee di investimento, quelle garantite con la garanzia di rendimento minimo o di restituzione del capitale versato al verificarsi del pensionamento, quelle obbligazionarie, bilanciate, con investimenti in azioni e in obbligazioni, e infine quelle azionarie, orientate principalmente verso i titoli di capitale e che nel lungo periodo offrono rendimenti più alti. Vi sono poi altre configurazioni imperniate sul *life-cycle* che comportano un adeguamento automatico degli investimenti in ragione dell’età dell’aderente. In questo caso si segue una più intensa esposizione al rischio azionario nella fase iniziale, con un graduale spostamento verso investimenti più conservativi con il progredire dell’età. Su questa particolare modalità di investimento v. *infra*.

(13) *I fondi pensione nella legislazione italiana*, 2025, Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali, disponibile su www.itinerariprevidenziali.it, 9.

(14) A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della direttiva 2017/828* in *Analisi giur. econ.*, 2019, 517 ss. S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in Consob, *Quaderni Giuridici*, n. 19, 2019, 23 ss. In materia si è ormai formata un’ampia letteratura, più di recente cfr. E. SABINO, *Il ruolo degli investitori istituzionali passivi nella governance delle società quotate: problemi aperti e prospettive*, in *Orizz. dir. comm.*, 2024, 394 ss., e soprattutto, per una completa e organica panoramica C. TEDESCHI, voce *Investitori Istituzionali*, in *Enc. Dir. I Tematici. Società*, diretta da C. Angelici, G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano, 2025, 665, ove si sintetizza l’obiettivo di una normativa che vuole gli investitori istituzionali «azionisti stabili nel medio lungo periodo e impegnati nel monitoraggio, supervisione, incontri, dialoghi, scambi di informazioni, collaborazione e partecipazione attraverso il voto».

tesa proprio ad attrezzarli per quella maturazione degli investimenti previdenziali sul mercato dei capitali appena richiamata.

È, questa, una lunga e complessa storia; con uno sforzo di necessaria sintesi si può dire che ad una situazione di partenza con alcune evidenti criticità legate a strutture di governance deboli e non adeguatamente qualificate con assetti di controllo e di risk management non funzionali a gestioni efficienti, in grado di orientare scelte di portafoglio con un profilo economico di lungo termine⁽¹⁵⁾, si è posto rimedio con tutta una serie di misure correttive prevalentemente su due direttrici. Si sono, in primo luogo, ampliati i limiti delle diverse categorie di investimenti, agevolando fiscalmente quelli con più lungo orizzonte temporale, ed estendendo successivamente nel corso degli anni il regime fiscale di favore a investimenti ritenuti particolarmente rilevanti per canalizzare le risorse previdenziali sull'economia, quali quelli in start-up e venture capital⁽¹⁶⁾. Inoltre, proprio in attuazione della direttiva comunitaria 2016/2341 da tutti conosciuta come IORP 2, in qualche modo, e con le dovute modulazioni, anche per i fondi pensione sono adesso richiesti quei presidi di conoscenza, tolleranza e mitigazione dei rischi che caratterizzano le regole degli altri intermediari (assicurazioni e banche). In altri termini, «si chiede di redigere politiche scritte, di definire un sistema di gestione dei rischi e di creare un sistema di governo adeguato a vigilare e guidare ogni processo in tale ambito»⁽¹⁷⁾. È chiaro che questa prospettiva richiede, a sua volta, un rafforzamento dei presidi della governance sul terreno delle capacità professionali⁽¹⁸⁾ e di solidi e irrinunciabili sistemi di controllo interno, che tutto sommato finiscono con il richiamare anche in questo caso i noti principi di sana e prudente gestione conosciuti nell'ambito dell'ordinamento bancario⁽¹⁹⁾. Potremmo dire, continuando con lo sforzo di sintesi, che si è costruito un buon abbeveratoio, i

⁽¹⁵⁾ F. BRIPI, C. GIORGIANTONIO, *La governance dei fondi pensione in Italia: miglioramenti possibili*, *Questioni di Economia e Finanza (occasional papers)*, n. 65, aprile 2010. Per una indagine sulla disciplina dei fondi previdenti cfr. anche G. MARTINA, *Fondi Pensione: linee di tendenza nelle "novelle" del 1999 e del 2000*, in *Banca impr. soc.*, 2002, 307 ss.

⁽¹⁶⁾ Per un rapido quadro di questi interventi, in questa sede appena richiamati, cfr. G. ROCCO, *Investimenti qualificati e Fondi Pensione*, in *Dir. prat. lav.*, 2025, 2393 ss.

⁽¹⁷⁾ V. MARCHISIO, *Il processo di gestione dei rischi*, in *Governance dei fondi pensione e regolamentazione IORP 2*, a cura di M. Marè, P. Pellegrini, Bologna, 2025, 78.

⁽¹⁸⁾ Cfr. C. CORVESE, *I requisiti degli esponenti aziendali dei fondi pensione: prime note sul decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, 11 giugno 2020, n. 108*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2023, 59 ss.

⁽¹⁹⁾ F. RIGANTI, *Fondi Pensione, Impresa mercato e sostenibilità*, Torino, 2025, 125. Si rinvia anche a F. VELLA, *Un'agenda per i fondi pensione*, disponibile su www.lavoce.info, 17 aprile 2015; S. LANDINI, *Riforma della previdenza complementare. Impatto sulla governance e sulle politiche di investimento dei fondi pensione*, in *Riv. dir. sic. soc.*, 2019, 741 ss.

cavalli si sono avvicinati ⁽²⁰⁾, ma con molta timidezza, tanto che si è recentemente aperto un nuovo scenario, che ancora una volta si inserisce in una dinamica comunitaria con la *Savings and Investments Union*, per un assetto regolamentare che “spinga”, e l’utilizzo di questa espressione non è affatto casuale, ulteriormente lo sviluppo dei fondi.

2. *Ripensare i doveri fiduciari*

Prima però di soffermarsi su questo ulteriore e come vedremo fondamentale passaggio, è opportuno aprire un’area di riflessione sulle implicazioni che potremmo definire “sistemiche” che lo studio dei fondi pensione comporta per chi si interroga su ruolo e funzioni degli investitori istituzionali. I fondi pensione, per la loro natura che si colloca sul crinale tra finalità sociali e di solidarietà e mercati finanziari ⁽²¹⁾, rappresentano uno di quei classici territori di confine tra diverse discipline; ed infatti una banale ricerca sulla rete e sulle banche dati testimonia di una ricchissima letteratura in molti campi del sapere. Un panorama che via via nel tempo si è andato arricchendo di contributi, analisi, rilevazioni sul campo, indicazioni di policy, con un confronto di idee, suggestioni e proposte in continua evoluzione. Un confronto, però, al quale la dottrina commercialistica non ha sempre dedicato l’attenzione dovuta. In base alle mie conoscenze, e scusandomi sin d’ora per le colpevoli esclusioni di questa artigianale statistica, all’inizio del secolo sono state pubblicate alcune pur rilevanti monografie su diverse curvature della disciplina dei fondi ⁽²²⁾, ma si sono dovuti aspettare altri venti anni per vedere un ricerca, che nell’ambito di una completa e organica ricostruzione dell’istituto anche alla luce delle sue vicende storiche, arrivasse a declinare il nostro dibattito sui *Long Term Investors*, sulla specifica e peculiare figura dei Fondi Pensione ⁽²³⁾.

⁽²⁰⁾ P. GAGGI, *Indagine conoscitiva sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali e dei fondi pensione anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell’economia reale*, 21 marzo 2024, 3, sottolinea come dal 2013 al 2020 l’incremento delle risorse della previdenza complementare è passato da 116, 4 miliardi a 205, 6 miliardi di euro. Naturalmente occorrerebbe poi disaggregare il dato a seconda delle varie tipologie di fondi che comunque confermano l’incremento complessivo. Cfr. la ricerca *Investitori istituzionali, un mercato da altri 100 miliardi*, 2024, disponibile su www.itinerariprevidenziali.it.

⁽²¹⁾ Come mette in rilievo, anche alla luce della normativa comunitaria, S. LANDINI, *Corporate Governance e assicurazioni*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 403.

⁽²²⁾ M.E. SALERNO, *Fondi pensione «negoziali». Costituzione, gestione e vigilanza*, Milano, 2002; E. RIGHINI, *La gestione finanziaria del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, Milano, 2006, M.G. IOCCA, *Imprenditorialità e mutualità dei fondi pensione chiusi*, Milano, 2005.

⁽²³⁾ Ci si riferisce a F. RIGANTI (nt. 19), 6 ss.

I limiti di un breve saggio non consentono ovviamente di riprendere i termini di questo dibattito incardinato sul sempre più complesso rapporto tra doveri fiduciari verso gli investitori finali e strategie di lungo periodo che oltretutto devono ora essere ispirate a obiettivi di sostenibilità. È un dibattito ricco anche di risvolti squisitamente politici (sono note tutte quelle istanze che nel nuovo clima politico di oltreoceano combattono senza mezzi termini la sostenibilità, lamentando il rischio di un arretramento dei doveri fiduciari verso i clienti che vogliono innanzitutto veder retribuito il proprio investimento) e sul quale si è ormai formata ampia letteratura ⁽²⁴⁾. È un dibattito, però, che per i Fondi Pensione assume connotati specifici e di particolare rilevanza. Infatti, da un lato i doveri fiduciari verso gli iscritti sono collegati a fin troppo evidenti profili di accumulo previdenziale i quali, attribuendo alla protezione degli interessi degli aderenti una valenza di copertura pensionistica che trova riferimento nei valori costituzionalmente tutelati dagli art. 47 e 38 della nostra Carta, come già Renzo Costi rilevava quaranta anni fa ⁽²⁵⁾, impongono una gestione degli investimenti “sana e prudente” non piegata a finalità in grado di pregiudicare quegli interessi. Dall’altro, dato per certi versi singolare, tempo prima che la sostenibilità tracimasse tra i giuristi occupando riviste, convegni e monografie, la disciplina dei fondi già indicava la strada della considerazione dell’impatto dei fattori ESG nelle decisioni di investimento e nelle strategie di gestione dei rischi, con tutti i relativi obblighi di trasparenza e rendicontazione ⁽²⁶⁾. Ed anche l’autorità di vigilanza ha sottolineato la specifica e particolare “significatività” e rilevanza dei fattori ESG nell’orientare i principi di “investimento responsabile” delle forme di previdenza complementare ⁽²⁷⁾. D’altronde l’evolversi della nuova architettura comunitaria volta a orientare i flussi di capitale verso la crescita sostenibile, e quindi a favorire un approccio *long term* delle

⁽²⁴⁾ L. ENRIQUES, G. STRAMPELLI, *The Dialogue Between Corporation and Institutional Investors: An Introduction*, ECGI Law Working Paper, n. 725, 2023, 13 ss. S.P. ROSSI, *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del cliente*, in questa *Rivista*, 2023, 264 ss. Cfr. anche le osservazioni di G. STRAMPELLI, *ESG, Disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, in questa *Rivista*, 2023, 837. Richiama le proposte di legge di alcuni Stati Americani per vietare ai fondi pensione di seguire raccomandazioni di voto dei *proxy advisors* coerenti con i fattori ESG, F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto nella s.p.a. quotata “sostenibile”*, 2023, Pisa, 53. Su questi temi v. *infra*.

⁽²⁵⁾ R. COSTI, *Uno statuto speciale per gli integrativi*, in *Parabancaria*, 1987, 68 ss. Su questi temi qui appena accennati si rinvia anche all’ampia trattazione di F. RIGANTI (nt. 19), 34 ss.

⁽²⁶⁾ M. CORGATELLI, *La disciplina della stewardship: profili ricostruttivi*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 483 ss.

⁽²⁷⁾ Ci si riferisce alla Deliberazione Covip del 29 luglio 2022, Cfr. sull’argomento F. RIGANTI, *Previdenza complementare, sostenibilità e Savings and Investments Union*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, 484.

attività finanziarie ⁽²⁸⁾, si incardina sull'obbligo di rendicontare i criteri ESG nelle scelte di investimento, con l'evidente obiettivo di realizzare un mercato che favorisca i competitors più sostenibili ⁽²⁹⁾, un obbligo che ricomprende tutti i *Financial market participants*, al cui interno rientrano anche i Fondi pensione. Come è noto, l'evoluzione della disciplina comunitaria non è certo lineare e in dottrina si è messo in evidenza come gli ultimi passi, con un restringimento del perimetro di applicazione della CSRD, non potranno certo favorire un sempre adeguato set di informazioni per consentire a intermediari e investitori una puntuale selezione dei finanziamenti verso attività coerenti con i principi ESG ⁽³⁰⁾. Non vi è dubbio, però, come più avanti vedremo introducendo le proposte della *Savings and Investments Union*, che in questo scenario un ruolo predominante viene assegnato proprio ai Fondi Pensione. Non è certo facile trovare un equilibrio tra queste due distinte direttrici, e cioè la sicurezza finanziaria per chi ai Fondi assegna il futuro per le risorse pensionistiche e l'esigenza di orientamento di flussi di capitale allineati con obiettivi di politica economica legati a preoccupazioni ambientali e sociali.

Una possibile tensione che sottolinea sempre di più quella qualificazione tipologica finanziaria e nel contempo sociale dei fondi già richiamata, risolvibile, certo, su un terreno dove i doveri fiduciari verso l'interesse al rendimento degli aderenti, si assestano su una posizione di preminenza, ma anche tenendo conto della semplice prospettiva di *returns only* non bisogna ovviamente trascurare il fatto, tema questo di grande impatto e che qui si può solo accennare ⁽³¹⁾, che i (e soprattutto la scarsa attenzione ai) fattori ESG possono declinare i loro effetti sulla rischiosità delle scelte di portafoglio. L'ormai conosciuto catalogo dei tradizionali rischi che in questo contesto si devono valutare, da quelli climatici caratterizzati da fenomeni estremi e repentini (una improvvisa alluvione, una altrettanto improvvisa interruzione delle catene di approvvigionamento) a quelli gradualmente che mutando l'equilibrio della biodiversità, al cambiamento delle regolamentazioni che inevitabilmente incidono sull'andamento di determinati settori e sugli investimenti che li riguardano, fino ai sempre più diffusi *Litigation risks*, impongono l'adozione di complessi modelli di

⁽²⁸⁾ M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca impr. soc.*, 2022, 438.

⁽²⁹⁾ R. IBBA, *L'introduzione degli obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE dalla direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, I, 441.

⁽³⁰⁾ G. STRAMPELLI, *Sostenibilità, semplificazione e armonizzazione: il difficile equilibrio tra gli obiettivi della disciplina europea in materia di finanza sostenibile*, in questa *Rivista*, 2025, 497.

⁽³¹⁾ Si rinvia a F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 1 ss.

controllo dove i fattori non solo di rischio, ma di incertezza assumono grande rilevanza nel delineare gli scenari a breve e a lungo termine ⁽³²⁾ con l'esigenza di definire nuove metriche di valutazione fondate su approcci "olistici" e di sistema ancora non adeguatamente sviluppati ⁽³³⁾.

Infatti, i fondi pensione che per la loro natura devono sempre conservare lo sguardo lungo assumendo i connotati di *universal owners* con portafogli diversificati in molti segmenti, hanno un fin troppo ovvio interesse sul piano squisitamente finanziario al mantenimento di un contesto di «stable environment and potentially reducing catastrophic threats» ⁽³⁴⁾, anche tenendo conto, per rimanere sulla stretta attualità, delle sfide derivanti dalla sempre più diffusa incertezza del panorama geo-politico.

D'altronde, una rapida rassegna comparata testimonia come l'integrazione dei fattori ESG nella operatività e nelle strategie dei Fondi sia ormai un dato acquisito e consolidato ⁽³⁵⁾, e un altrettanto rapida rassegna dell'ampia letteratura in materia riflette anche le maggiori performances degli investimenti legati a simili strategie ⁽³⁶⁾,

⁽³²⁾ L. STRACCA, *Gli scenari climatici a breve termine dell'Ngfs: un nuovo strumento per banche e intermediari*, in *Bancaria*, n. 12, 2025, 15 ss.

⁽³³⁾ L. NIKULINA, J. ALEXANDER, *Integrating sustainable investment into uk pension reforms*, Policy Liason Group, 22 aprile 2025, 3. E più la struttura di controllo e di governance è attrezzata e articolata, più vi sono incentivi a realizzare politiche di investimento orientate agli ESG. Cfr. la recente indagine di E. BOCCHIALINI, P. FERRETTI, F. IELASI, *Pension plans' sustainable identity as a catalyst for environmental and social investing*, in *Environmental Impact Assessment Review*, 2025, 6 ss.

⁽³⁴⁾ G. KNIJP, A. SIMIC, B. KRAMER, *The Real Risk. How pension funds and supervisors can act on environmental risks in a world of imperfect models and data*, in *Sustainable Finance Lab, Policy Brief*, gennaio 2025, 9. Su questi temi cfr. anche Z. SAUTNER, L.T. STARKS, *ESG and Downside Risks: Implications for Pension Funds*, in P.B. Hammond, R. Maurer, O.S. Mitchell (eds), *Pension Funds and Sustainable Investment: Challenges and Opportunities*, Oxford, 2023, 137 ss., e le conclusioni di N. KARAMALLY, N. FRANCO, *Redefining Fiduciary Duty: Climate Risk, Stewardship, and the Transition Imperative*, Center for climate and energy solutions, agosto 2025, 8.

⁽³⁵⁾ F. FABIAN, C. PARENTI, M. TAYLOR, V. MICALE, *State of OECD Pension Funds' Climate Transition: Insights and recommendations from the Net Zero Finance*, Climate Policy Initiative, dicembre 2025, 11; J. ANDERSON, P. DEVLIN, C. LEICHT, C. PROBST, K. DAS, K. DURGAPARSAD, Y. DOKIE, *A Review of the Environmental, Social and Governance Reporting Among Global Pension Plans and a Proposed Reporting Framework*, in *British Actuarial Journal*, Vol. 30, 2025, 2 ss. Per quanto riguarda, in particolare il nostro paese cfr. *Gli investimenti sostenibili degli investitori previdenziali italiani*, Forum della Finanza Sostenibile, 2025, 5 ss., disponibile su www.finanzasostenibile.it.

⁽³⁶⁾ Un'utile sintesi in N. VAN DER ZWAN, K. ANDERSON, T. WIB, *Pension Funds and Sustainable Investment: Comparing Regulation in the Netherlands, Denmark, and Germany*, Netspar Academic Series, maggio 2019, 3 ss.

sia quando si traducono in politiche attive di forte engagement, sia quando si muovono nella logica di esclusione e disinvestimento verso settori ritenuti troppo sensibili ⁽³⁷⁾. In sostanza, tener conto di questi fattori, oltre a garantire una adeguata protezione dai rischi, conviene anche guardando all'interesse del singolo aderente.

Rimane sempre il fatto che le finalità extra-pensionistiche possono essere giustificabili «purché abbiano senso dal punto di vista finanziario. Diversamente, l'investimento rischierebbe di porsi in contrasto con l'interesse previdenziale che dovrebbe soddisfare, violando il principio di sana e prudente gestione quale equivalente funzionale dell'obbligo fiduciario che il fondo pensione e i gestori professionali hanno nei confronti dei soggetti aderenti» ⁽³⁸⁾. La riconducibilità dei fattori ESG nell'ambito pensionistico dovrebbe, quindi, ispirarsi a grande cautela senza eccessive “distrazioni” rispetto agli obiettivi di copertura che devono sempre illuminare le logiche di investimento ⁽³⁹⁾.

In realtà, queste conclusioni si devono confrontare con un tema che presenta molteplici e ricche di suggestioni sfaccettature, che meriteranno in futuro nuovi percorsi di ricerca sull'inquadramento sistemico e sulla curvatura assunta dai rapporti fiduciari. Ad esempio, ma qui mi limito soltanto ad un accenno, la governance dei fondi, si pensi a quelli negoziali con una forte rappresentanza dei delegati eletti dai lavoratori, potrebbe spingere a esprimere «una maggiore sensibilità verso tematiche sociali di impatto degli investimenti» ⁽⁴⁰⁾, profilo questo di grande rilevanza pratica. Bisogna cioè chiedersi in che misura linee di investimento in contesti di basse tutele lavorative, o ancora (e anche qui siamo su un terreno di stringente attualità perché come è noto alcuni grandi fondi hanno compiuto scelte proprio in questo senso) in settori ad alta redditività come quello degli armamenti, siano coerenti o contrastino con un interesse degli aderenti che inevitabilmente si colora di venature solidaristiche, venature che, è ben sottolinearlo, non rappresentano certo una novità e appartengono ormai alla storia del *social investing* ⁽⁴¹⁾. Infatti, le più recenti indagini sul campo mettono in evidenza che dal

⁽³⁷⁾ Ad esempio, la relazione di uno dei più grandi fondi, quello norvegese, rileva un incremento dei rendimenti anche derivanti dalle sue severe politiche di esclusione Cfr. NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, *Responsible investment Government Pension Fund Global*, 2023, 54.

⁽³⁸⁾ P. TOMASSETTI, *Previdenza complementare e fattori “ESG”*, in *Lav. dir. eur.*, 2025, 5.

⁽³⁹⁾ Così F. RIGANTI (nt. 27), 489.

⁽⁴⁰⁾ D. CASALE, *Fondi pensione e investimenti sostenibili. Trasparenza, regole di gestione e speciali limiti nel commercio di armi*, in *Rivista del Diritto della Sicurezza Sociale*, 2025, 209.

⁽⁴¹⁾ Come ci ricorda S.N. GARY, *Conflict and opportunities for Pension Fiduciaries in the ESG Environment*, in *Oklahoma Law Review*, vol. 74, 2022, 618.

2021 al 2025 la spinta reputazionale alla base dell'incremento degli investimenti sostenibili dei Fondi pensione italiani è passata dal 19% al 29% ⁽⁴²⁾.

In altri termini, non è detto che politiche di gestione delle risorse ancorate solo e soltanto a interessi puramente economici nei confronti di aderenti che invece “contestualizzano” questi interessi, coniugandoli con altri valori, rispettino a pieno i doveri fiduciari ⁽⁴³⁾. Nel tentativo di conciliare i doveri fiduciari con gli investimenti sostenibili, in dottrina ho rintracciato una distinzione che ben riflette questa diversa prospettiva, quella tra *wealth* (ricchezza) e *well-being* (star bene) dove non necessariamente la prima riversa tutti i suoi effetti sul secondo, richiedendo quindi «a concrete obligation to consider well-being more holistically, which includes the impact of climate change» ⁽⁴⁴⁾.

Una conclusione, questa, confermata anche dalla vivace discussione sul ruolo dei fondi pensione pubblici negli Stati Uniti, fra i protagonisti principali, con cinque miliardi di assets, dei mercati finanziari domestici e internazionali, e dal relativo contenzioso giudiziario sulle linee di indirizzo della gestione assegnate in base alle esigenze della collettività ⁽⁴⁵⁾. Naturalmente, come già accennavo, qui il gioco è tutto politico perché questa discussione passa attraverso la divisione tra amministrazioni democratiche e repubblicane, con le seconde decisamente più orientate a muoversi in una contraria logica di esclusivo interesse dei singoli aderenti, ma cominciano a delinarsi interpretazioni, peraltro fondate su organiche e rigorose indagini, che si chiedono se un fund manager sia sottoposto ad un dovere fiduciario limitato al ritorno economico per gli aderenti, o se invece non debba fondare le sue decisioni sui “*value and goals*” del fondo ⁽⁴⁶⁾, così come definiti dalle linee di indirizzo dei singoli ordinamenti statali nei

⁽⁴²⁾ ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani, Itinerari previdenziali, Quaderni di approfondimento 2026, 47, disponibile su www.itinerariprevidenziali.it.

⁽⁴³⁾ D'altronde, G. STRAMPELLI, *The Dubious Role of Institutional Investors in Driving the Green Transition: Legal and Economic Constraints*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2025, vol. 19, 383, mette in rilievo come le iniziative di engagement legate a obiettivi ESG possono essere intraprese proprio per attirare investitori maggiormente legati a determinati credi valoriali o stili comportamentali (come le fasce giovanili).

⁽⁴⁴⁾ E. COLARUSSO-KAPERONIS, *The fiduciary's green thumb: reconciling fiduciary duty with sustainable investment in pension fund management*, in *Trusts & Trustees*, 2025, 545.

⁽⁴⁵⁾ J.A. LICHTENSTEIN, M.R. LITTENBERG, A.D. ROY, R.A. SKINNER, J. CLAMAN, J.M. REINSTEIN, *The New Battleground in the Fight over ESG's Role in Public Pension Investments: The Courtroom*, in *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 17 dicembre 2024.

⁽⁴⁶⁾ J. SCHWARTZ, J. FISCH, *The Singular Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, ECGI Law Working Paper, n. 847, 2025, 41.

quali si radicano, ordinamenti statali che dovrebbero, testuali parole, non guardare troppo a quello che “succede a Washington” ⁽⁴⁷⁾.

Per non trascinare una disputa che rischia di cristallizzarsi all’infinito, si stanno affacciando proposte di riforma volte a introdurre una regolamentazione uniforme ispirata ad una flessibilità che consenta, nell’ambito della *prudent rule*, comunque di valutare, considerare e naturalmente adeguatamente rendicontare i criteri di sostenibilità attraverso i quali si processano gli investimenti ⁽⁴⁸⁾. Proposte queste che potrebbero in realtà assumere una funzione più generale ed essere funzionali ad una razionalizzazione di un ordinamento eccessivamente esposto a continue oscillazioni in ragione delle diverse ondate politiche: basti pensare alla contorta curvatura dei fattori “non finanziari” nel perimetro dei doveri fiduciari così come definito dal *Employee Retirement Income Security Act* of del 1974 (“ERISA”), nel passaggio dalla prima amministrazione Trump a quella di Biden ⁽⁴⁹⁾, e nel successivo ritorno al potere del primo. Il quale, detto per inciso, nella sua rutilante produzione di ordini esecutivi ne ha emanato uno che con l’evocativo titolo *democratizing access to alternative assets for 401(k) investor* ⁽⁵⁰⁾ ha ulteriormente ampliato le possibilità di investimento dei fondi verso tutta una serie di settori al fine di canalizzare risorse verso settori innovativi. Ed è evidente che anche in questo caso i doveri fiduciari si radicheranno sulla dovuta flessibilità nel valutare nuove categorie (si pensi ai fondi di credito o a quelli che investono in criptovalute che stanno adesso manifestando pericolosi scricchiolii) senza abbandonare adeguati presidi di controllo dei rischi ⁽⁵¹⁾.

Con toni sicuramente meno accesi di quelli oltreoceano, dove vengono addirittura pubblicate mappe geografiche con diversi colori degli stati a seconda delle regole adottate in materia di doveri fiduciari ⁽⁵²⁾, questo dibattito e queste suggestioni stanno

⁽⁴⁷⁾ L. PALLADINO, J. HAEDTLER, K. KARLSSON, *State Pension Funds and Climate Risk: A Roadmap for Navigating the Energy Transition*, Roosevelt Institute, 7 marzo 2023, 14.

⁽⁴⁸⁾ D. M. MUIR, *Sustainable Investing and Fiduciary Obligations in Pension Funds: The Need for Sustainable Regulation*, in *American Business Law Journal*, 2022, vol. 59, 672.

⁽⁴⁹⁾ La storia è ben sintetizzata da S.N. GARY (nt. 41); cfr. anche G. STRAMPELLI (nt. 43), 379.

⁽⁵⁰⁾ *Democratizing access to alternative assets for 401(k) investor*, Executive Order del 7 agosto 2025, Una sorta di reazione di accompagnamento del provvedimento con una indagine sulle ragioni che hanno condotto al provvedimento in THE COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, *Retail Access to Alternative Investments Via Defined Contribution Plans*; per un primo commento a questa misura cfr. E.A. ZELINSKY, *Executive Order 14330: A Solution in Search of a Problem*, in *Cardozo Law Review*, *De-Novo*, 2025, 137 ss.

⁽⁵¹⁾ Cfr. DEPARTMENT OF LABOR, *Fiduciary Duties in Selecting Designated Investment Alternatives*, in *Federal Register*, vol. 91, n. 61, 31 marzo 2026, 89 ss.

⁽⁵²⁾ F. YOUSOFI, S. CONNOLLY, *How Emerging Financial Risks Could Affect Public Pension Fund Assets*, gennaio 2024, disponibile su www.pew.org/en/research-and-analysis.

aprendo nuove frontiere in un contesto internazionale dove, comunque, i fondi pensione storicamente sono sempre stati esposti a evidenti influenze di tutti i possibili stakeholder e del contesto politico e istituzionale all'interno del quale operano⁽⁵³⁾. Emblematico quello che sta avvenendo, sempre seguendo le tracce della common law, nel Regno Unito, dove un ambizioso progetto di riforma della disciplina dei Fondi Pensione, ha generato una appassionata discussione sulla natura e il perimetro dei doveri fiduciari dei gestori dei Fondi, dibattito indirizzato dal position paper della autorevole *Financial Markets Law Committee*, che dovendo indicare i criteri pratici da seguire nei processi decisionali su scelte di investimento necessariamente orientate ad un interesse degli aderenti proiettato nel lungo e lunghissimo periodo, ha utilizzato la bellissima espressione *numbers and narrative*, scolpendo un principio che ha raccolto ampio consenso. Un principio che merita di essere richiamato per intero perché nella sua sinteticità rappresenta una linea guida che cerca di indicare una rotta per la futura navigazione dei fondi: «Approaching a decision with regard to financial factors does not mean that it will be a decision made simply by pointing to a number (e.g. a metric or a financial projection). Pension fund trustees will need to expect that the reasons for their decision, made with regard to financial factors, should involve both numbers and words (“numbers and narrative”）」⁽⁵⁴⁾.

Un conclusione che conferma la necessità di uno sguardo selettivo ai Fondi Pensione nell'ambito della categoria degli Investitori Istituzionali, perché se per questi ultimi «appare utopistico che gli interessi collettivi operino ora a vantaggio della collettività e che una rivoluzione *stakeholder oriented* di tale tenore possa passare attraverso il loro operato»⁽⁵⁵⁾, per i primi il *trade off* tra tutele dei singoli beneficiari e interessi collettivi assume sfumature inedite che tra i due poli segnano indubbiamente confini decisamente più mobili. Diventa, quindi, difficile misurare e articolare i doveri fiduciari dei gestori trascurando del tutto i presidi, appunto, *stakeholder oriented*⁽⁵⁶⁾.

⁽⁵³⁾ S. LACHANCE, J.C. STROEHLE, *The Origins of ESG in Pensions.*, in *Pension Funds and Sustainable Investment*, P.B. Hammond, R. Maurer, O. S. Mitchell (ed.), Oxford, 2023, 58 ss.; J. CHRISTENSEN, P. KLUMPES, C. MATEUS, *Climate Change Risk Engagement by Pension Funds: International Evidence*, in *Journal of Sustainable Finance and Accounting*, 2025, 3 ss.

⁽⁵⁴⁾ FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, *Pension Fund Trustees and Fiduciary Duties: Decision-making in the context of Sustainability and the subject of Climate Change*, 6 February 2024, 11.

⁽⁵⁵⁾ M.L., PASSADOER, *Codici di stewardship o Codici di trusteeship?*, in *Banca impr. soc.*, 2022, 266.

⁽⁵⁶⁾ A. LEWIS, *Sustainable Investing by Occupational Pension Scheme Trustees: Reframing the Fiduciary Duty*, in *Trust Law International*, Vol. 36, 2022, 117 ; E. COLARUSSO-KAPERONIS, *The fiduciary's green thumb: reconciling fiduciary duty with sustainable investment in pension fund management*, in *Trusts & Trustees*, 2025, 535 ss.

Riprendendo le parole dell'introduzione sotto l'ombrello degli investitori istituzionali i Fondi giocano una partita a sé, sempre più importante se non decisiva per il futuro non solo dei mercati dei capitali, ma dell'intera economia.

3. *La Savings and Investments Union tra mercato dei capitali e coperture previdenziali*

La testimonianza più evidente è il pacchetto sulle pensioni integrative presentato dalla Commissione Europea nell'ambito della già citata *Savings and Investments Union*. I presupposti sono ormai conosciuti. La sfida molto ambiziosa è quella di mobilitare adeguate risorse per garantire l'enorme mole di investimenti dei quali L'Europa, e soprattutto il suo "deficit di innovazione" ⁽⁵⁷⁾, ha bisogno. Per i famosi 800 miliardi richiesti dal piano Draghi sarebbe pia illusione fare affidamento solo e soltanto sulla buona volontà dei governi, e con una strada del debito pubblico europeo tanto auspicata, quanto da molti ancora osteggiata. Bisogna, quindi, secondo la Commissione, mobilitare i capitali privati, che prendono spesso strade diverse o rimangono nei pingui conti correnti degli europei che, raccontano le statistiche, sono ottimi risparmiatori facendo dell'Europa una sorta di "paradosso finanziario vivente" ⁽⁵⁸⁾. Per rilanciare il protagonismo dell'Europa e giocare un ruolo nelle agitate acque degli scenari internazionali e dei periodici scossoni tellurici sul piano geopolitico, ci vuole un mercato unico che faccia leva su forze in campo capaci di giungere a risultati concreti in tempi ragionevoli. E, in questa importante e decisiva partita un ruolo da protagonisti spetta appunto, ai Fondi Pensione ⁽⁵⁹⁾, con una mole di investimenti in grado di canalizzare risorse soprattutto verso le attività più innovative ⁽⁶⁰⁾.

Anche in questo caso, però, emerge con forza la doppia anima dei Fondi che abbiamo visto declinarsi nel perimetro dei doveri fiduciari. Infatti, lo sguardo della Commissione non è rivolto solo al mercato dei capitali, ma anche al peso delle finanze

⁽⁵⁷⁾ P. ANGELINI, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, 30 gennaio 2026, disponibile su www.bancaditalia.it.

⁽⁵⁸⁾ C.A. CARNEVALE MAFFÈ, *Unione Europea, Innovazione e Competitività*, in *Astrid Rassegna*, n. 4, 2026, 4.

⁽⁵⁹⁾ Ovviamente, la *Savings and Investments Union* è articolata in una serie di interventi che non riguardano solo i fondi pensione, ma è innegabile che questi rappresentino una leva fondamentale del programma comunitario. Per un approfondimento su tutte le diverse misure si rinvia a A. GUCCIONE, F. VELLA, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della Savings and Investments Union*, in *Analisi giur. econ.*, 2025, 407.

⁽⁶⁰⁾ Cfr. il rapporto *Financing Innovative Ventures in Europe*, gennaio 2026, 30 ss., disponibile su www.bundesfinanzministerium.de.

pubbliche e alle contemporanee tendenze demografiche. Le sue proposte sono precedute da una serie di rilevazioni, ci si riferisce all'*Ageing Report* del 2024 ⁽⁶¹⁾, che confermano una direttrice con la quale fare necessariamente i conti e basata su proiezioni future ormai abbondantemente conosciute e consolidate, ma la cui ovvia rilevanza, proprio perché spostata nel tempo, non è ancora adeguatamente percepita. Le proiezioni di tutta l'area comunitaria raccontano di un graduale incremento dell'*ageing dependency ratio*: un costante invecchiamento della popolazione (nel 2070 le persone over 65 rappresenteranno il 30,5% della popolazione europea contro l'attuale 21,6%) con evidenti pressioni sulle finanze pubbliche e sui livelli di sostegno dei sistemi pensionistici.

La Commissione ci tiene a rimarcare che le strategie sulla previdenza integrativa (si ribadisce: integrativa) non devono tradursi in una sorta di progressiva sostituzione del pilastro pubblico e della sua funzione solidaristica, che anzi va sostenuta e valorizzata, ma le fondamenta di quel pilastro sono oggettivamente sempre più deboli e la copertura previdenziale soprattutto delle giovani generazioni, che oltretutto seguono spesso percorsi di carriera lavorativa non lineari e più frammentati, e quindi più esposti ad una discontinuità contributiva ⁽⁶²⁾, rischia di essere fortemente compromessa ⁽⁶³⁾. Anche perché, e le vicende domestiche di molti stati membri lo testimoniano, intervenire sul quadro pensionistico pubblico, in condizioni di difficile equilibrio finanziario, è politicamente molto arduo ⁽⁶⁴⁾. E' bene precisare che questo fenomeno, qui appena richiamato nei suoi termini essenziali, non presenta una intensità omogenea sul territorio europeo ⁽⁶⁵⁾, ma una seria pianificazione pensionistica fondata sulla garanzia di una adeguata qualità della vita futura, non può prescindere da una forte accelerazione

⁽⁶¹⁾ CE, *2024 Ageing Report, Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022- 2070)*, Institutional Paper 279, 2024, 11 ss., disponibile su www.economy-finance.ec.europa.eu.

⁽⁶²⁾ Cfr. L. TAMBURRO, *Le nuove disuguaglianze nel mercato del lavoro: tra lavoro povero e lavoro avido*, in *Rivista di Diritto della Sicurezza Sociale*, 2025, 793. Il rapporto del WORLD ECONOMIC FORUM, *Future-Proofing the Longevity Economy: Innovations and Key Trends*, marzo 2025, calcola (p.7) che il 40 % della popolazione mondiale rischia di incorrere in situazioni di forte instabilità finanziaria dovuta a fenomeni in grado di pregiudicare la continuità della carriera lavorativa.

⁽⁶³⁾ In un contesto dove, oltretutto, è ancora forte il gender gap Cfr. OECD, *Pension at a Glance 2025*, 11, disponibile su www.oecd.org.

⁽⁶⁴⁾ Cfr. *Old Continent, New Growth: Pension Reform as an Economic Engine for Europe*, BCG Henderson Institute, 2026, 4, disponibile su www.bcg.com/bcghendersoninstitute.com.

⁽⁶⁵⁾ D. PINKUS N. RUER, *The demographic divide: inequalities in ageing across the European Union, Demographic changes will pose challenges to all EU countries, but not in a uniform way*, Bruegel Policy Brief, 27 March 2025, disponibile su www.bruegel.org.

delle adesioni ai fondi pensione ⁽⁶⁶⁾, adesioni che al momento riguardano solo il 20 % degli europei, che quindi hanno la quasi certezza di una sensibile riduzione del reddito al momento del pensionamento.

La Commissione ⁽⁶⁷⁾, cerca di muoversi su questo duplice asse e cioè sicurezza finanziaria per i cittadini europei e flussi di capitale per la crescita, definendo un terreno comune per lo sviluppo di operatori solidi e soprattutto in grado di gestire (e diversificare il rischio su) una adeguata dimensione di assets. In altri termini, nella Comunità i Fondi Pensione non mancano, ma sono poco sviluppati e ancora troppo piccoli.

Partendo dalla analisi dei limiti cognitivi che spesso impediscono di guardare con razionalità al nostro futuro, e facendo proprie le classiche categorie delle scienze comportamentali ⁽⁶⁸⁾, la proposta comunitaria è quella di introdurre il criterio della adesione automatica, per ogni lavoratore, con possibilità dell'*opting-out*, considerata una modalità facile ed efficiente e «catalizzatore per sbloccare la crescita di scala e una maggiore profondità dei mercati delle pensioni aziendali e professionali». Si tratta sicuramente di un passaggio molto importante poiché, proseguendo in verità su una strada già da tempo intrapresa e raccomandata anche dal rapporto Letta, vengono adottati principi tipici della *behavioral regulation* ⁽⁶⁹⁾, seguendo i noti dettami del *nudge* ⁽⁷⁰⁾, secondo una pratica già diffusa in molti paesi.

Bisogna dire che la letteratura in materia, fondata anche su una estesa metodologia sperimentale è molto ampia e si continua a discutere su potenzialità e limiti della “spinta gentile” applicata alle scelte pensionistiche ⁽⁷¹⁾, ma anche in questo caso la

⁽⁶⁶⁾ Come mette in rilievo P. HIELKEMA, *Unlocking the potential of pensions in Europe*, 1° aprile 2025, disponibile su www.eiopa.europa.eu.

⁽⁶⁷⁾ CE, *Enhancing the capacity of the EU supplementary pension sector to improve retirement, income and supply long-term capital to the EU economy*, 20 novembre 2025, disponibile su www.europa.eu; Per una sintesi dei lavori comunitari con un utilissimo richiamo a tutta la documentazione preparatoria e alle posizioni assunte dai vari stakeholders, cfr. EUROPEAN PARLIAMENT, *Boosting supplementary pensions*, 18 febbraio 2026, disponibile su www.europarl.europa.eu.

⁽⁶⁸⁾ Cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Enhancing the capacity of the EU supplementary pension sector to improve retirement income and supply long-term capital to the EU economy*, Brussels, 20 novembre 2025, 16, disponibile su www.finance.ec.europa.eu/publications.

⁽⁶⁹⁾ Si rinvia a F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023, 99.

⁽⁷⁰⁾ R. THALER, C. SUNSTEIN, *Nudge. L'edizione finale*, Milano, 2024.

⁽⁷¹⁾ Essendo l'applicazione della “spinta gentile” al risparmio pensionistico ormai un classico della teoria del *nudge* era inevitabile che sul tema si formasse una amplissima letteratura della quale qui non si può certo dare conto. Senza alcuna pretesa di completezza interessanti e recenti spunti in J. J. CHOI, D. LAIBSON, J. CAMMAROTA, R. LOMBARDO, J. BESHEARS, *Smaller than We Thought? The Effect of Automatic Savings Policies*, 2024 disponibile su www.nber.org/papers/w32828; T.

Commissione parte da una ricerca sul campo che ha censito le diverse esperienze, testimoniando l'efficacia di questo metodo nell'incrementare i tassi di adesione ⁽⁷²⁾, di fronte ad una scarsa percezione di una parte consistente dei lavoratori circa le incertezze che popolano il loro futuro pensionistico ⁽⁷³⁾. È una strada che presuppone scelte legislative sul piano delle singole giurisdizioni e che si è tradotta al momento in un atto di soft law e cioè una raccomandazione, ma in un contesto nel quale molti stati membri anche con una tradizionale e consolidata matrice pubblica dei sistemi previdenziali, si stanno orientando verso politiche di incentivazione della previdenza complementare. D'altronde in Europa, da un lato vi è una asimmetria con sistemi come quello svedese, danese e olandese molto sviluppati che contribuiscono a più del 60% degli assets detenuti dai fondi ⁽⁷⁴⁾, dall'altro esercizi di proiezione degli effetti di queste potenziali misure basati sulla comparazione con paesi (in questo caso Inghilterra e Nuova Zelanda) che hanno visto la più elevata crescita delle adesioni grazie all'*auto-enrolment*, quantificano in una forbice tra 425 e 590 miliardi le risorse mobilitabili rispetto ad uno scenario di inerzia e privo di «spinte» all'adesione ⁽⁷⁵⁾. L'adesione automatica dovrebbe, secondo la Commissione, essere accompagnata da misure che individuino il teatro dei potenziali aderenti e la tipologia di fondi, con le relative linee di investimento, a questi funzionali ⁽⁷⁶⁾. Sempre in linea con l'impostazione tipica delle politiche regolamentari ispirate alle scienze cognitive, la via indicata è quella di definire le opzioni di default in modo chiaro e lineare, evitando un sovraccarico di informazioni che potrebbe incrementare la complessità della scelta e quindi

WILLINGHAM, *Nudging Policies and Retirement Saving: Evidence and Theory from State Auto-IRA Programs*, 2024, Georgetown Center for Retirement Initiatives, 2024, disponibile su www.cri.georgetown.edu; NEST, *How does pension automatic enrolment affect savings? Evidence from a linked UK household panel*, 2025, disponibile su www.nestinsight.org.uk.

⁽⁷²⁾ EC, *Best practices and performance of auto-enrolment mechanisms for pension savings. Final report*, 2021, disponibile su www.europa.eu. TIAA Institute, *Automatic Enrollment in public supplemental retirement plans*, Research Dialogue, n. 227, 2025, 6, disponibile su www.tiaa.org.

⁽⁷³⁾ P.J. YAKOBOSKI, A. LUSARDI, A. STICHA, *Planning for the unknown. The impact of longevity expectations on retirement readiness*, 2024, 5 ss., disponibile su www.tiaa.org. Cfr. anche M. BRIERE, *Overcoming barriers to retirement savings: behavioural factors and existing schemes*, SUERF Policy Brief, n. 1142, 2025, disponibile su www.suerf.org.

⁽⁷⁴⁾ Cfr. A. BERG, E. CORNAGO, Z. MEYERS, S. TORDOIR, *A reform agenda for the single market*, 16 ottobre, 2025, 7, disponibile su www.cer.eu.

⁽⁷⁵⁾ Cfr. PROMETEIA, *Turning savings into investment: the new course of SIU (and the role Italy plays)*, 16 maggio 2025, disponibile su www.prometeia.com.

⁽⁷⁶⁾ CE *tracking systems, pension dashboards and auto-enrolment*, 20 novembre 2025, disponibile su www.europe.eu, 12.

disorientare i possibili destinatari ⁽⁷⁷⁾. L'indicazione, infine, è anche quella di più «amichevoli» contesti fiscali, incentivando la deduzione dei contributi.

Queste linee strategiche si arricchiscono poi con alcuni strumenti che possono incrementare su un duplice versante la consapevolezza dei percorsi pensionistici. Si prevede, infatti, la creazione di un cruscotto per monitorare il complesso dell'offerta pensionistica e la sua adeguatezza per gli aderenti, e un *pension tracking system*, un servizio pubblicamente accessibile attraverso il quale sarà possibile verificare l'andamento delle singole posizioni e facilitare così la pianificazione finanziaria ⁽⁷⁸⁾. Si tratta, come si può vedere, di un approccio organico la cui efficacia andrà valutata alla luce della concreta «messa a terra» da parte delle giurisdizioni domestiche, ma è indubbio lo sforzo, per la prima volta, di aprire un sentiero programmatico per lo sviluppo e la diffusione della previdenza complementare. Un approccio che, simmetricamente, prevede anche un ampliamento delle griglie che delimitano le politiche di investimento dei Fondi. L'obiettivo viene perseguito attraverso una serie di interventi sulla già citata direttiva IORP: non è ovviamente possibile soffermarsi sul complesso di queste misure ⁽⁷⁹⁾, ma è importante sottolineare il passaggio dalla *prudent person rule* al *prudent person principle* come criterio di riferimento nella qualificazione delle scelte gestorie, un criterio che governa anche la responsabilità del gestore e che assume ora un evidente connotato di maggiore flessibilità proprio con la finalità di rendere meno rigidi i margini di diversificazione degli investimenti ora maggiormente orientabili verso quegli assets sui quali la Comunità fa affidamento per incrementare l'afflusso di capitali «pazienti» e di lungo termine verso le imprese ⁽⁸⁰⁾.

⁽⁷⁷⁾ Ed è qui appena il caso di richiamare gli effetti che l'utilizzo dell'intelligenza artificiale può avere sulla modulazione dei *nudge* a seconda delle esigenze specifiche dei destinatari che nel tempo possono cambiare. È un territorio ancora oggetto di esplorazione ma ricco di grandi potenzialità; cfr. A. MATOPE, M.N. MUPA, G.T. MADZINGA, J. SAUNGWEME, T. HOMWE, K.O. BOAKYE, *Predicting Retirement Outcome Sufficiency with behavior-Aware ML: A Comparative Study of Contribution Nudges and Glide-Path Adjustments*, in *World Journal of Advanced Research and Reviews*, 2026, 883 ss.

⁽⁷⁸⁾ Una pianificazione finanziaria che potrà tener conto anche dei prodotti pensionistici personali i famosi PEPP introdotti nel 2019 ma che non hanno finora dato i risultati attesi e che vengono quindi modificati in alcune loro caratteristiche. Per una breve e utile sintesi cfr. A. AMPATZI, R. CHRISTIE, J. EVRARD, L. PARISI, C. ROUVEYROL, *Capital Markets Union: a deep dive*, ECB Occasional Paper Series, n. 369, 2025, 32, disponibile su www.ecb.org.

⁽⁷⁹⁾ CE, *Proposal amending Directives (EU) 2016/2341 and 2016/97 as regards the strengthening of the framework for occupational retirement provision*, disponibile su www.europe.it.

⁽⁸⁰⁾ Sulla revisione della *prudent person rule* e sulla valorizzazione del *risk-based approach* si vedano anche le osservazioni dell'EIOPA, *Technical input for the review of the IORP II Directive and the PEEP Regulation in the context of The Savings and Investments Union*, 5 settembre, 2025, 211, disponibile su www.eiopa.org.

Per meglio precisare la sua posizione la Commissione chiarisce senza ombra di equivoco che gli investimenti in azioni in società quotate, ma anche nel campo del private equity, non possono essere considerati imprudenti, «on the contrary, they can be an essential component of a well-diversified, long term-oriented pension portfolio provided that their risks are clearly understood, and their market value can be reliably estimated and aligned with the objectives of the scheme». Ovviamente un simile ampliamento del perimetro delle attività dovrà coniugarsi con standard di vigilanza in grado di consentire un adeguato monitoraggio dei rischi, e soprattutto con sempre più qualificate ed efficienti strutture di governance e di controllo interno allineate con le migliori prassi degli altri intermediari. Come segnala un recente studio del Fondo Monetario Internazionale, l'auspicata crescita di questi operatori nel quadro di una sempre più stretta interconnessione dei mercati, inevitabilmente richiederà da parte del framework di vigilanza una attenta considerazione del loro ruolo ai fini della tutela della stabilità finanziaria. Un framework sottolinea lo studio, ancora troppo debole e frammentato⁽⁸¹⁾. Insomma, se da un lato, forse con un eccesso di entusiasmo, L'Economist invita i Fondi pensione a, *Occupy Wall Street, please!*⁽⁸²⁾ dall'altro occorre ricercare un equilibrio proprio sul duplice asse del quale abbiamo parlato, un equilibrio che sembra illuminare l'azione comunitaria.

4. *Il secondo pilastro nell'inverno demografico italiano: ancora nudge*

La traiettoria disegnata dagli interventi comunitari intercetta la realtà del nostro paese, dove gli indicatori prima richiamati sono ancora più preoccupanti⁽⁸³⁾. Siamo, notoriamente ai vertici nelle classifiche del declino demografico, con una forbice sempre più ampia tra l'aumento della speranza di vita (81,7 anni per gli uomini e 85,7 anni per le donne) e la diminuzione del tasso di fertilità. I dati più recenti riferiti al 2025 ci dicono di una fecondità che scende a 1,14 figli per donna, in una popolazione dove gli over 65 salgono al 25,1% del totale con una continua crescita degli ultra 85enni

⁽⁸¹⁾ A. AGRAWAL et al., *Pension Funds and Financial Stability* IMF, *Global Financial Stability Notes*, n. 1, 2025, 3 ss.

⁽⁸²⁾ *European pensions are a \$30trn missed opportunity*, in *The Economist*, 5 marzo 2026.

⁽⁸³⁾ Sul piano europeo, siamo, insieme a Francia e Spagna il sistema con maggiori criticità; cfr. V. LETORT, *The Patchwork of Eurozone Pension Systems and the Budget Constraint: What Lessons for Savers?*; SUERF, *Policy Brief*, n. 1131, 2025, disponibile su www.suerf.org.

(oltre 2,5 milioni) ⁽⁸⁴⁾, e una consistente riduzione delle persone in età lavorativa⁸⁵. Le conseguenze sociali, economiche strutturali di questi andamenti sono da tempo indagate e anche le agende politiche non possono più prescindere da un confronto con la complessità del nuovo paesaggio demografico delle “anime sagge” ⁽⁸⁶⁾. Ma per quanto riguarda in specifico i profili pensionistici che qui interessano sono fin troppo evidenti gli scenari futuri. Diminuisce la popolazione attiva, cambia il mercato del lavoro, calano i contributi previdenziali: inevitabilmente il mantenimento del tasso di sostituzione attuale delle prestazioni pensionistiche (80%), non può non radicarsi sul rafforzamento della previdenza complementare. Sia ben chiaro, non si tratta certo di tematiche nuove, ciò che preoccupa è che facciano ancora fatica ad assumere nel dibattito politico la rilevanza e l’urgenza che le caratterizza.

Qui un breve excursus è utile: già all’inizio del secolo Giuliano Amato e Mauro Marè suonavano il campanello d’allarme sulla sostenibilità dell’apparato pensionistico pubblico alla luce dei cambiamenti demografici e dell’allungamento delle speranze di vita che «rendono sempre meno accettabile che l’onere del finanziamento dei bisogni dell’età anziana di una generazione sia fatto gravare sulle risorse di un’altra generazione» ⁽⁸⁷⁾ La fascetta promozionale di quel volume recitava «Pensione pubblica e salvadanaio privato: Un scelta ineludibile». Ineludibilità proprio non percepita e infatti a distanza di qualche anno, siamo nel 2007, tornavano sul tema sottolineando i rischi di un patto intergenerazionale, sul quale i sistemi a ripartizione si reggono, un patto mai sottoscritto e che «grava di obblighi individui non ancora nati o nel migliore dei casi in età non adulta non responsabile» ⁽⁸⁸⁾: l’unica speranza delle nuove generazioni stava nella costruzione di un architettura a più pilastri in grado di ripartire il rischi futuri su diversi versanti, anticipando di fatto la traiettoria intrapresa ora dalla Comunità. Da un lato il rischio “politico” di quello pubblico, dall’altro quello finanziario della previdenza complementare; un equilibrio ottimale sul quale giocare la partita delle pensioni del futuro, ed infatti gli autori concludevano con “let’s play a new

⁽⁸⁴⁾ Per un inquadramento del fenomeno nelle sue molteplici articolazioni Cfr. G. DALLA ZUANNA, A. COLOMBO, *Pochi bambini. Cinquant’anni di bassissima fecondità*, Bologna, 2026, 9 ss. Cfr. anche A. ROSINA, *La scomparsa dei giovani*, Milano, 2025, 114 che conclude: «Un paese senza anziani ha difficoltà a funzionare perché manca l’esperienza, ma un paese senza giovani semplicemente collassa».

⁸⁵ I. VISCO, *Capacità, capitale umano, attività economica nell’Italia dei “giovani anziani*, in *Bancaria*, n. 5, 2026, 19

⁽⁸⁶⁾ Ci si permette di rinviare per tutti i necessari riferimenti ad *Anime Sagge, le vie della longevità*, a cura di F. Vella, Bologna, 2025, 6 ss.

⁽⁸⁷⁾ G. AMATO, M. MARÈ, *Le pensioni. Il pilastro mancante*, Bologna, 2002, 212.

⁽⁸⁸⁾ ID., *Il gioco delle pensioni: rien ne va plus?*, Bologna, 2007, 99.

game”. Una partita che però nessuno ha iniziato a giocare con la dovuta convinzione, non avendo il coraggio di esplicitare la evidente, quanto non facile da comunicare, realtà e cioè «dire ai lavoratori che pensano d’essersi pagata da soli la pensione con i contributi che queste somme non sono disponibili perché sono state già spese per pagare le pensioni degli anni passati»⁽⁸⁹⁾.

Una situazione che ha condotto il nostro ordinamento a porsi con grande rapidità in coerenza con le indicazioni comunitarie modificando la disciplina dei fondi e recependo per i lavoratori del settore privato di prima assunzione il criterio della adesione automatica⁽⁹⁰⁾. Con questo meccanismo nel fondo pensione confluiscono il TFR maturando e i contributi a carico del datore di lavoro e del lavoratore, contribuiti investiti secondo la metrica *life-cycle* e cioè secondo linee di investimento articolate su una varietà di profili di rischio e rendimento, fondate sull’orizzonte temporale e sull’età anagrafica degli aderenti. Resta naturalmente ferma la possibilità di *opting out* del lavoratore entro 60 giorni dalla data di assunzione⁽⁹¹⁾. Si tratta, in sostanza di un rafforzamento dell’*automatic enrolment* secondo, peraltro, indicazioni sulle quali da tempo si discuteva⁽⁹²⁾, e che vengono adesso pienamente accolte.

Ma bisogna chiedersi se queste misure possano essere sufficienti perché «quando la demografia e il mercato del lavoro cambiano il sistema tende ad assumere la natura di una catena virtuale, un meccanismo di trasferimento e di scarico del costo tra le generazioni pericoloso e instabile»⁽⁹³⁾. La sensazione è che si sia giunti ad un punto di non ritorno dove la spinta “gentile” verso l’adesione alla previdenza complementare

⁽⁸⁹⁾ M. MARÈ, *La crisi demografica e il miraggio delle pensioni del futuro*, in *Il Foglio*, 5 marzo 2026.

⁽⁹⁰⁾ L’adesione è prevista per la forma pensionistica prevista dai contratti collettivi, anche territoriali o aziendali. In caso di presenza di più forme pensionistiche, il fondo di destinazione è quello a cui ha aderito il maggior numero di lavoratori.

⁽⁹¹⁾ In precedenza, esisteva una finestra per l’*opting-out* ma di 6 mesi. Si è peraltro sottolineato che «non si tratta di una vera adesione automatica con diritto di recesso dato che l’opzione sarà comunque esercitata nelle mani del datore di lavoro». Cfr. P. PELLEGRINI, *La legge di bilancio: per la previdenza tante luci e qualche ombra*, 5 gennaio, 2026, disponibile su www.mefop.it/blog.

⁽⁹²⁾ MEFOP, *Le possibili riforme per la previdenza complementare*, 2010, disponibile su www.mefop.it. Peraltro, il meccanismo dell’adesione automatica con facoltà di *opting-out* è in grado anche di risolvere un ormai antico dibattito circa la necessità per rafforzare le tutele pensionistiche di renderla obbligatorie, linea questa che non è compatibile con il dettato dell’art. 38, comma 5 della Costituzione, che tutela la libertà nella partecipazione alla previdenza complementare, cfr. F. BORDONI, G. COLOMBO, M. DALLA SEGA, R. FRATINI, T. MASERATI, M. TUROLO, M. TURRIN, *Previdenza complementare e mezzi adeguati alle esigenze di vita*, in *Informazione Previdenziale*, 2007, 289.

⁽⁹³⁾ L. GIALLEONARDO, M. MARÈ, A. MOTRONI, F. PORCELLI, F. VIDOLI, *Chi si prenderà cura di noi?*, Bologna, 2026, 222.

per i neo assunti debba essere integrata con strategie più ampie e lungimiranti che riorientino radicalmente l'utilizzo di risorse pubbliche per creare un sistema di protezione più intenso per le nuove generazioni, altrimenti penalizzate dall'egoismo di chi al loro futuro non pensa con la dovuta attenzione. È una strategia difficile da attuare perché necessita del classico "sguardo lungo" che non porta a provvedimenti immediatamente spendibili sul piano elettorale, e che inevitabilmente si scontra con gli egoismi e le resistenze della generazione attuale che (sbagliando) ritiene di navigare ormai in acque sicure ⁽⁹⁴⁾. Basti pensare alla forbice tra un sistema di incentivi fiscali da tempo ritenuto insufficiente e poco appetibile per incentivare i fondi ⁽⁹⁵⁾, e il risicato aumento della deducibilità dei contributi recentemente introdotto ⁽⁹⁶⁾.

Nel corso del dibattito che ha condotto alla introduzione dell'*automatic enrolment* sono state avanzate alcune proposte, che, prendendo spunto da un progetto del governo tedesco, al momento però non ancora attuato, prevedevano una contribuzione mensile previdenziale dello stato di importo limitato (10 euro) per tutti i nuovi nati e fino al compimento del diciottesimo anno di età ⁽⁹⁷⁾. Si tratta di misure di recente avviate in alcune Regioni (Trentino-Alto Adige e Friuli-Venezia Giulia) come incentivo alle famiglie per la formazione di una sorta di previdenza complementare infantile: un contributo pubblico a condizione del versamento di una quota a carico dei genitori ⁽⁹⁸⁾. Anche in questo caso si tratta di una specifica tipologia di "spinte gentili" già sperimentata in altri campi, si pensi soltanto a tutti i programmi di *asset building* nel

⁽⁹⁴⁾ Su questi temi si rinvia a *Chi si prenderà cura di noi?* (nt. 93), 215 ss.

⁽⁹⁵⁾ Ed è significativo che su questo versante si trovi d'accordo sia chi si muove nella prospettiva squisitamente previdenziale (cfr. G. ZAMPINI, *La previdenza complementare a trent'anni dalla riforma: luci ed ombre*, in *Rivista di Diritto della Sicurezza Sociale*, 2023, 107; N.C. SALERNO, *Chi ha soluzioni per il puzzle delle pensioni? Qualche spunto nelle due ultime leggi di Bilancio*, in *Politica Economica*, 2024, 134), sia chi guarda ai Fondi come attori principali del mercato dei capitali (Cfr. L. PLATTNER, *Note in tema di accesso delle imprese ai mercati*, in *Competitività dei capitali e Riforma del Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Montalenti, M. Notari, Milano, 2025, 173). Sul problema di un regime tributario che non incentiva il risparmio cfr. di recente A. NOBILI, G. MANGIAFICO, *La fiscalità del risparmio in Italia: stato dell'arte proposte per incentivare l'investimento paziente*, in *Bancaria*, 2025, 42 ss.

⁽⁹⁶⁾ A decorrere dal periodo d'imposta 2026, il limite massimo annuale di deducibilità fiscale viene aumentato dall'attuale 5.164,57 euro a 5.300 euro.

⁽⁹⁷⁾ Il dibattito è stato lanciato da *Il Sole 24 Ore*, 14 e 20 settembre 2025.

⁽⁹⁸⁾ Gli emendamenti presentati alla legge di bilancio prevedevano il versamento sul fondo pensione scelto dai genitori di 300 euro nel primo anno e 200 per i successivi 4 anni a patto che il genitore versi 100 euro all'anno, oppure prevede l'istituzione presso l'Inps del "Fondo di previdenza complementare per nuove nascite" cui l'Inps versa 50 euro a fronte del versamento di 100 euro a carico del genitore o di un parente entro il terzo grado o affine entro il secondo grado entro 3 mesi dalla nascita. Cfr. *Fondi Pensione: gli emendamenti in leggi di bilancio*, disponibile su www.mefop.it/blog, 9 dicembre 2025.

settore dell'istruzione, dove il risparmio incentivato con il supporto pubblico ha lo scopo di favorire un adeguato accumulo di risorse per garantire a ragazze e ragazzi nel futuro un costante percorso di formazione; ed esperienze simili sono rintracciabili anche nel mondo del *no-profit* ⁽⁹⁹⁾. Anche alcune forme contrattuali di Fondi Pensione già prevedono che in caso di adesione volontaria la quota a carico del lavoratore si “specchi” con una maggiorata a carico del datore ⁽¹⁰⁰⁾. Si tratta di percorsi che se generalizzati avrebbero sicuramente una portata innovativa nell'educare al (e accompagnare verso il futuro) le nuove generazioni e i loro genitori, ma, e queste sono le maggiori perplessità avanzate nel dibattito in corso, bisogna fare i conti con le scarse risorse pubbliche che di fatto rischiano di limitare sensibilmente il perimetro dei possibili destinatari, riducendo drasticamente la forza propulsiva della spinta. In altri termini, il metodo può anche essere quello giusto, ma riassumendo, più di una spinta ci vuole uno “spintone”, che non può non derivare innanzitutto da un forte irrobustimento della leva fiscale.

1. *Un salto alla Fosbury?*

Nel passato, su questo terreno non sono certo mancate le proposte, con riferimento, ad esempio, al passaggio da deduzione a detrazione (con sussidio agli incapienti) dei contributi ⁽¹⁰¹⁾, alla esenzione completa oltre alla contribuzione anche dei rendimenti, ma con le prestazioni tutte incluse nella base imponibile dell'imposta personale sul reddito ⁽¹⁰²⁾. Proposte utili, ma non sufficienti rispetto ad un quadro generale che negli ultimi anni è profondamente cambiato, segnando una urgenza della quale la fiscalità generale non può non farsi carico con strategie, come dicevo, ben più ambiziose e incisive.

Per far fronte a questa urgenza, di recente si è nuovamente richiamata l'esigenza di ripensare le forme di tassazione patrimoniale, indicando la strada di una riforma dell'imposta di successione ⁽¹⁰³⁾ per alimentare le sempre più pressante esigenza dei sistemi di welfare. Nuovamente è un eufemismo perché Thomas Piketty ci informa che nel 1792 un certo Lacoste, che evidentemente non è quello da noi più conosciuto,

⁽⁹⁹⁾ Una organica rassegna in D. AZZOLINI, L. VERGOLINI, *Investire nel futuro: potenzialità e sfide dei programmi di risparmio per l'istruzione*, in *Politiche Sociali*, 2025, 491 ss.

⁽¹⁰⁰⁾ Cfr. ADAPT, *Il Welfare occupazionale e aziendale in Italia*, a cura di M. Tiraboschi, 2025, 162.

⁽¹⁰¹⁾ C. GUERRA, S. GIANNINI, *Alla ricerca di una disciplina fiscale per la previdenza complementare*, in *La previdenza complementare in Italia*, a cura di M. Messori, Bologna, 2006, 506.

⁽¹⁰²⁾ G. CEREÀ, *Dal Tfr al fondo che non tutela solo la vecchiaia*, disponibile su www.lavoce.info, 27 febbraio 2015.

⁽¹⁰³⁾ *Chi si prenderà cura di noi ?* (nt. 93), 235.

pubblicava un opuscolo dal titolo “il diritto nazionale d’eredità” dove proponeva una imposta progressiva sull’eredità ⁽¹⁰⁴⁾. Ma come è noto, è stato lo stesso economista, nel volume che lo ha reso famoso, a indicare la via dell’utilizzo della leva fiscale fondata su imposte progressive su proprietà e patrimonio per finanziare una dotazione universale di capitale da destinare a tutti coloro che raggiungono i 25 anni di età, con l’obiettivo di una forte redistribuzione inter-generazionale, per consentire ai più giovani una «piena partecipazione alla vita economica e sociale» ⁽¹⁰⁵⁾ E anche nel nostro paese il Forum Disuguaglianze Diversità ha proposto un’imposta sui vantaggi ricevuti che sostituisca quella vigente su donazioni e successioni, volta a creare un’eredità universale pari a 15.000 euro al raggiungimento del diciottesimo anno di età ⁽¹⁰⁶⁾. Anche qui le origini sono risalenti nel tempo: Thomas Paine nel 1797 scriveva un pamphlet, *Agrarian Justice*, per la creazione di un fondo nazionale alimentato da una percentuale delle tasse sull’eredità in grado di distribuire ad ogni donna e uomo circa 18.000 dollari (in valuta attuale) al compimento del ventunesimo anno di età e per fronteggiare le esigenze di particolari e vulnerabili categorie sociali ⁽¹⁰⁷⁾, un pamphlet che come ci raccontano gli storici, per tutta una serie di ragioni per lungo tempo è rimasto nell’oblio ⁽¹⁰⁸⁾, ma che per molti versi anticipa un grande laboratorio di idee, e anche di esperienze applicative, che ha cominciato a muoversi seguendo la sua ispirazione ⁽¹⁰⁹⁾. Così, ben venti anni fa, prendendo spunto dal *Child Trust Fund* Inglese del 2005, si avanzava l’ipotesi di un fondo di cittadinanza alimentato dalle tasse sull’eredità per dotare ogni bambino italiano di 2.000 euro con la prospettiva, calcolando un rendimento annuo del 5 per cento, di arrivare a 4.880 euro al diciottesimo anno di età. Applicando, poi, il meccanismo prima descritto, un modesto contributo aggiuntivo dei genitori (10 euro al mese) avrebbe incrementato l’importo fino a 8.050

⁽¹⁰⁴⁾ T. PIKETTY, *Natura, cultura e disuguaglianze*, Milano, 2026, 71.

⁽¹⁰⁵⁾ T. PIKETTY, *Capitale e Ideologia*, Milano, 2020. Nel solco di Piketty altre proposte, come è noto, sono entrate nell’agone politico, suscitando grande dibattito. Non si può non richiamare Gabriel Zucman: cfr. G. ZUCMAN, *I miliardari non pagano l’imposta sul reddito*, Torino, 2026, 6 ss.

⁽¹⁰⁶⁾ FORUM DISUGUAGLIANZE DIVERSITÀ, *15 proposte per la giustizia sociale*, Bologna, 2019, 274 ss. Per una illustrazione delle diverse proposte cfr. E. GRANAGLIA, *Uguaglianza di opportunità. Sì, ma quale?*, Bari-Roma, 2022, 17.

⁽¹⁰⁷⁾ Cfr. P. BARNES, *Ours. The case for Universal property*, Cambridge, 2012, 11.

⁽¹⁰⁸⁾ B. RANALLI, *Thomas Paine’s Pamphlet: Agrarian Justice*, in *Journal for the Study of Radicalism*, 2020, 167 ss.

⁽¹⁰⁹⁾ Su questi temi si rinvia a F. VELLA, *Proprietà, impresa e socialdemocrazia: utopie ragionevoli*, in *La s.p.a. nell’epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, I, a cura di P. Marchetti, S.P. Rossi, G. Strampelli, F. Urbani, M. Ventoruzzo, Milano, 2024, 503 ss.

euro⁽¹¹⁰⁾. E arrivando ai nostri giorni queste proposte sono tornate sotto forma di *Investment programme for Every Young European* come incentivo per accompagnare le giovani generazioni verso un auspicabile mercato unico dei capitali europeo⁽¹¹¹⁾.

Sono due le direttrici che connotano i lavori di questo grande cantiere ancora aperto, direttrici ormai note, abbondantemente analizzate e consolidate, ma che rappresentano un fronte sul quale veramente non si può più stare fermi.

Limitandomi a semplici accenni: da un lato, così la efficace sintesi del rapporto OXFAM, *the brutal world for the many and a wonderful world for the few*⁽¹¹²⁾, con una concentrazione e una disuguaglianza nella distribuzione della ricchezza in continua crescita anche nel nostro paese⁽¹¹³⁾, dall'altro, sempre guardando dalle nostre parti, un indicatore "tornato a livelli decisamente ottocenteschi"⁽¹¹⁴⁾ con la quota di ricchezza derivante da lasciti e donazioni che assume un peso sempre maggiore. In sostanza nella poco invidiabile classifica di quella che l'Economist ha chiamato l'"ereditocrazia" siamo ai vertici e continuiamo a scalare posizioni⁽¹¹⁵⁾. Analogamente siamo ai vertici anche tra i paesi con le aliquote più basse relative alle tasse di successione con un gettito ben al di sotto della media del campione di Paesi europei (0,16 per cento)⁽¹¹⁶⁾, paesi con percentuali di imposta ovunque progressive⁽¹¹⁷⁾.

⁽¹¹⁰⁾ V. LARCINESE, *L'imposta di successione per un fondo giovani*, 6 marzo 2006, disponibile su www.lavoce.info.

⁽¹¹¹⁾ Cfr. il rapporto *Financing Innovative Ventures in Europe* (nt. 60) 53.

⁽¹¹²⁾ OXFAM, *Inequality INC. How corporate power divides our world and the need for a new era of public action*, 2023, disponibile su www.oxfam.org, 12. Come sintetizzano P.M. ALFIERI, L. CAPUZZI, *Il grande squilibrio*, in *Avvenire*, 5 novembre 2025, la disuguaglianza economica è a livello critico nell'82% dei paesi del pianeta secondo il recente rapporto del G 20. Il 1% più ricco del mondo si è impadronito del 41% della ricchezza.

⁽¹¹³⁾ Per una approfondita analisi di recente cfr. L. PISTAFERRI, *Perché la ricchezza è così concentrata?*, in *Famiglie e risparmio*, a cura di L. Guiso, Bologna, 2026 172 ss.

⁽¹¹⁴⁾ G. GABBUTI, S. MORELLI, *Ricchezza, eredità, disuguaglianze*, in *Non è giusta. L'Italia delle disuguaglianze*, a cura di G. Gabbuti, Bari-Roma, 2025, 25.

⁽¹¹⁵⁾ F. BRUNI, *L'Italia eredita ma non cresce*, 18 marzo 2025, disponibile su www.lavoce.info.

⁽¹¹⁶⁾ In Italia nel 2023 il gettito è stato pari a soli 1.609 milioni, lo 0,08 per cento del Pil e lo 0,18 per cento delle entrate totali. In Francia il gettito dell'imposta su successioni e donazioni è stato pari a 21,4 miliardi di euro, cioè lo 0,8 per cento del Pil: circa quattordici volte il gettito italiano in rapporto al Pil. La Germania si attesta allo 0,2 per cento del Pil con 9,8 miliardi di gettito. Belgio, allo 0,72 per cento, la Spagna allo 0,4 con 5,5 milioni.

⁽¹¹⁷⁾ Le aliquote arrivano al 30% in Germania, al 45% in Francia: per gli eredi senza vincoli familiari si registrano punte del 50% in Germania e del 60% in Francia. Seguono da vicino il Belgio, con un tasso massimo dell'80%, la Francia con il 60%, la Danimarca con il 52%, e la Germania con il 50%. Svetta sempre la Spagna superando l'80%. Devo queste informazioni all'affettuoso aiuto del Prof. Adriano Di Pietro.

Il dibattito sulla efficacia di queste imposte, decisamente risalente se si pensa non soltanto alla ormai diffusa e tradizionale citazione di Luigi Einaudi ⁽¹¹⁸⁾, ma anche a Churchill ⁽¹¹⁹⁾, è tuttora in corso ⁽¹²⁰⁾, ma il superamento di quella che è stata definita la “timidezza italiana” su questo terreno, ai fini di una riallocazione della pressione fiscale, con argomentazioni legate all’equità e alla giustizia distributiva rappresenta una dorsale della quale agende politiche capaci di guardare al futuro, non poi così lontano come abbiamo visto, devono necessariamente confrontarsi.

Superare questa timidezza nella prospettiva di un riequilibrio intergenerazionale, potrebbe tradursi in una forte spinta a costruire una protezione futura per tutte le ragazze e i ragazzi che rimanendo così la situazione è quasi certo, come abbiamo visto, ne saranno privi. La canalizzazione delle risorse derivanti dall’incremento dell’imposta ad apporti a fondi pensione vincolati nel tempo sarebbe in grado di finalizzare espressamente l’aumento del prelievo ad un trasferimento di ricchezza per i neo-adulti, “pagato” però in quote di fondi pensione. In sostanza, una dotazione iniziale in grado di favorire una allocazione di risorse tutte orientate alla crescita del secondo pilastro previdenziale, tenendo conto che le stime indicano da oggi al 2045 un trasferimento in eredità in termini nominali di un totale di 6460 miliardi di euro ⁽¹²¹⁾.

È questa una strada tutta da esplorare nelle sue articolazioni, e non certo priva di ostacoli, e che presuppone di affrontare alcuni passaggi, come ad esempio la tipologia dei fondi (o del fondo) destinatari delle risorse, le caratteristiche dei vincoli legati alla dotazione, i presidi educativi necessari per indirizzare i titolari nelle loro scelte; ma se da un lato esistono esperienze come quelle degli *Universal funds* dalle quali attingere suggestioni ⁽¹²²⁾, dall’altra questa strada potrebbe rappresentare un moltiplicatore in grado di incentivare un significativo riequilibrio nella riallocazione del risparmio previdenziale a favore delle nuove generazioni. Una sorta di grande *nudge* perché imporrebbe ai neodiciottenni di prendere consapevolezza del loro futuro, con una elevata funzione educativa favorita anche da adeguate azioni di informazione,

⁽¹¹⁸⁾ Riprende la citazione più di recente S. MORELLI, *Tassare le eredità per ridurre i divari e dare forza all’economia*, 24 aprile 2026, disponibile su www.rivistadissonanze.it.

⁽¹¹⁹⁾ Secondo quanto ci racconta R. STAGLIANÒ, *Tassare i milionari*, Torino, 2026, 15, lo statista inglese sosteneva che la tassazione delle eredità poteva costituire un «certo correttivo contro lo svilupparsi di una razza di ricchi oziosi».

⁽¹²⁰⁾ M. BRÜLHART, L. SOLER, *Unfree Wills: Inheritance Rules, Bequest Motives, and Wealth Diffusion*, 3 ss., disponibile su www.usi.ch.

⁽¹²¹⁾ Cfr. FUTURE PROOF SOCIETY, TORTUGA, *La pesante eredità. Ricchezza e (im)mobilità sociale tra le generazioni in Italia*, giugno 2025, par. 5.

⁽¹²²⁾ Si rinvia a F. VELLA (nt. 109).

educazione e accompagnamento ⁽¹²³⁾. E potrebbe costruire una “spinta” anche per i loro familiari verso strategie di accumulazione in grado di incrementare insieme la dotazione di partenza.

Ma qui il riferimento alla teoria e pratica del *nudge* è utile anche sotto un diverso profilo: un recente volume dove appunto ci si chiede se abbia ancora un senso la nostra “micragnosa” ⁽¹²⁴⁾ imposta di successione, torna su un tema al quale la letteratura ha dedicato spazio fin da quando ormai vent’anni fa nell’agone della politica irruppe la famosa frase “le tasse sono una cosa bellissima” di Tommaso Padoa-Schioppa, parole giuste e coraggiose ⁽¹²⁵⁾ che scatenarono un’ondata di polemiche e tuttora ricordate come una sorta di anatema impronunciabile.

Il tema è appunto quello non delle tasse, ma di come si raccontano e del *frame* nel quale vengono inquadrati. Il *frame* o effetto incorniciante è una delle dorsali attraversate da quella che nel loro pionieristico lavoro Richard Thaler e Cass Sunstein chiamano la “scienza delle scelte”. Il *framing* fa sì che, a seconda di come un’informazione viene presentata, la nostra percezione cambi e, di conseguenza, si modifichino le decisioni che assumiamo sulla base dell’informazione stessa: contano quindi non solo le alternative di fronte alle quali dobbiamo scegliere, ma anche l’impatto che provoca in noi il modo con il quale sono illustrate ⁽¹²⁶⁾. Se Thaler e Sunstein hanno fatto dell’effetto *framing* uno dei perni del loro impianto teorico (oggi molto noto, diffuso e in alcuni casi abusato), un altro scienziato George Lakoff applicava questi criteri agli scenari politici richiamando l’importanza, alla luce dei nostri limiti cognitivi, delle curvature di linguaggio che assumono al di là del contenuto le proposte e i programmi dei partiti che, appunto, si installano nelle nostre cornici mentali ⁽¹²⁷⁾.

Nel citato volume le tasse sono giustamente definite «le vittime collaterali dei tanti insegnamenti di Lakoff» perché generano timori spesso del tutto lontani da una loro razionale giustificazione e che hanno indotto a considerare la fatidica frase di Tommaso

⁽¹²³⁾ Occorre ricordare che la proposta della dotazione universale del FORUM DISUGUAGLIANZE DIVERSITÀ, recentemente riportata anche in *Ci siamo! Potere e libertà per le nuove generazioni*, 2026, disponibile su www.forumdisuguaglianzediversita.org, prevede di accompagnare la dotazione con progetti educativi volti a indirizzare i giovani verso decisioni consapevoli e informate sul possibile utilizzo della dotazione ricevuta.

⁽¹²⁴⁾ R. STAGLIANÒ (nt. 119).

⁽¹²⁵⁾ Perché, proseguiva il Ministro, le tasse sono «un modo civilissimo di contribuire insieme al pagamento di beni indispensabili come la sicurezza, come la tutela dell’ambiente, l’insegnamento, la salute e le stesse pensioni, in parte».

⁽¹²⁶⁾ Su questi aspetti, più di recente F. VELLA, G. LIACE, *Legal design e finanza comportamentale*, in *Legal design e contratti bancari e finanziari*, a cura di A. Conso, R. Ferretti, 6, Roma, Bancaria editrice, 2026, 37 ss.

⁽¹²⁷⁾ Si rinvia a F. VELLA (nt. 31).

Padoa-Schioppa come il classico riferimento lessicale dal quale ogni bravo politico deve tenersi adeguatamente a distanza.

La tassa sulle successioni, una delle forme di tassazione più diffusa e come abbiamo visto antica, e che peraltro nelle varie proposte sul tappeto viene modulata in chiave progressiva in modo da colpire soprattutto i patrimoni di grandi dimensioni, rappresenta il terreno di elezione nel quale, l'assenza di un adeguato "incorniciamento" finisce con il generare una percezione degli effetti di una semplice modifica delle aliquote che colpisce una fascia ristretta di elettorato (i più ricchi), come un ulteriore fardello del carico fiscale che il decisore pubblico si guarda bene dal proporre. Sarebbe illusorio nascondersi il ruolo anche di mirate strategie di condizionamento che spesso sfruttano quel marketing dell'ignoranza splendidamente descritto da Paolo Guenzi ⁽¹²⁸⁾, ma la prospettiva può cambiare se, come peraltro si è proposto anche per altre forme di riallocazione fiscale ⁽¹²⁹⁾, la direzione diventa quella di fare dell'imposta sulle successioni una tassazione di scopo, vincolando la destinazione del gettito a obiettivi specifici; una visibilità del collegamento che avrebbe il merito di rendere evidente, agli occhi dell'opinione pubblica, il nesso tra prelievo e spesa. In sostanza, raccontare che quella tassa è finalizzata a equipaggiare l'imbarcazione con la quale i giovani dovranno affrontare i marosi di un incertissimo futuro pensionistico può cambiare la rappresentazione e la percezione, e magari il decisore può anche guadagnarsi qualche voto in più assumendo concretamente una responsabilità verso l'equità intergenerazionale ⁽¹³⁰⁾.

Concretamente perché questa potrebbe essere una delle tante strade per non abbandonare al terreno dei vuoti e retorici richiami (sui quali tutti concordano fin quando bisogna fare proprio qualcosa di concreto) i riferimenti ai bisogni delle generazioni future del nostro ordinamento. Anche in questo caso bisognerebbe partire da molto lontano per trovare le radici dei doveri di solidarietà verso le future generazioni nel contesto del diritto internazionale ⁽¹³¹⁾, arrivando fino alla più recente evoluzione che come è noto ha portato alla nuova formulazione dell'art. 9 della nostra

⁽¹²⁸⁾ P. GUENZI, *Il marketing dell'ignoranza*, Milano, 2026, 15 ss.

⁽¹²⁹⁾ M. LEONARDI, L. RIZZO, *Più tasse sulle successioni per meno tasse sul lavoro*, 30 marzo 2024, disponibile su www.lavoce.info.

⁽¹³⁰⁾ C. SARACENO, *Rivedere le imposte di successione pensando anche a legami non familiari*, 20 aprile 2026, disponibile su www.rivistadissonanze.it, richiama l'importanza di una modifica delle imposte di successione sottolineando la necessità di «individuare una destinazione d'uso adatta allo scopo». Secondo l'Autrice la proposta di costituire una dote universale rappresenta «una possibile soluzione, ma ce ne potrebbero essere altre».

⁽¹³¹⁾ M. MARCIANTE, *L'equità intergenerazionale nel sistema delle fonti del diritto internazionale*, in *Federalismi*, 2025, 103 ss.

Carta Costituzionale. Passaggi che hanno generato un grande e appassionato dibattito, del quale non si può certo dare conto⁽¹³²⁾; sono, però, emerse due direttrici che intersecano la strada ora delineata. La prima è che sarebbe sbagliato legare il principio di equità intergenerazionale solo e soltanto a tematiche ambientali, in un quadro dove la sostenibilità per le nuove generazioni segue traiettorie decisamente più ampie non riducibili alla sola transizione ecologica e che investono tutte le politiche pubbliche⁽¹³³⁾. L'intento della riforma, e questa è la seconda direttrice, è stato quello di uscire dall'ormai consolidato paradigma "presentista"⁽¹³⁴⁾, un paradigma peraltro già richiamato e stigmatizzato dai noti orientamenti della Corte costituzionale sulla "miopia" del legislatore quando utilizza la leva della finanza pubblica⁽¹³⁵⁾. E questo è ancora più vero se si guarda ai passi successivi che hanno visto l'introduzione nel nostro ordinamento della Valutazione di Impatto Generazionale (VIG) con riferimento ad ogni atto normativo con "significativi effetti" non solo di tipo ambientale, ma anche nell'ambito sociale⁽¹³⁶⁾. Una misura, lo si è specificato lontana da una concezione settoriale e cioè limitata solo all'ambiente¹³⁷ che peraltro si inserisce nella prospettiva comunitaria recentemente ribadita e sistematizzata con la prima strategia sull'equità intergenerazionale varata dalla Commissione⁽¹³⁸⁾ con lo specifico scopo di una pianificazione politica nel lungo termine per affrontare complesse sfide, in primo luogo quella demografica, che incidono sulle generazioni presenti e future. Secondo la

⁽¹³²⁾ Più di recente G. PALOMBINO, *Il principio di equità generazionale. La tutela costituzionale del futuro*, Milano, 2022, 5 ss.

⁽¹³³⁾ R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 21.

⁽¹³⁴⁾ A. MORELLI, *Ritorno al futuro. La prospettiva intergenerazionale, una declinazione necessaria della responsabilità politica*, in *Costituzionalismo.it*, n. 3, 2021, 87.

⁽¹³⁵⁾ La sentenza n. 18/2019 ha messo, come è noto, in evidenza «la necessità di non gravare in modo sproporzionato sulle opportunità di crescita a delle generazioni future, garantendo loro risorse sufficienti per un equilibrato sviluppo». Una decisione oggetto di molti commenti. Cfr. G. PALOMBINO, *La tutela delle generazioni future nel dialogo tra legislatore e Corte Costituzionale*, in *Federalismi.it*, 2020, 263 ss.; A. GIOVANNINI, *I diritti delle nuove generazioni e la finanza pubblica: un patto intergenerazionale in Costituzione*, in *Rivista telematica di Diritto Tributario*, n. 3, 2023, all'interno dei quali sono emerse anche proposte di inserire il principio intergenerazionale come vincolo nell'art. 81 della Carta Costituzionale.

⁽¹³⁶⁾ Ci si riferisce alla legge del 10 novembre 2025, n. 167. Per una analisi di provvedimento e soprattutto del percorso che ha portato alla sua approvazione con la illustrazione delle molte esperienze sul campo molto utile la lettura del rapporto *La valutazione di impatto generazionale*, Senato della Repubblica, Documento di analisi, n. 35, 2026, 6 ss.

¹³⁷ A. ARCURI, *Chi la dura la vince? A proposito della legge di semplificazione e miglioramento della qualità della normazione*, in *Quaderni Costituzionali*, 2026, 162

⁽¹³⁸⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Strategy on Intergenerational Fairness*, 5 marzo 2026, disponibile su www.ec.europa.eu.

Commissione bisogna definire un nuovo contratto intergenerazionale fondato su tre pilastri il *Fair policymaking*, e cioè guardare lontano per le *Fair opportunities*, illuminando ogni scelta politica con la solidarietà intergenerazionale, da estendere *Fair places* a tutti i territori. La direzione è sostanzialmente e quella di politiche pubbliche (e relativi decisori) capaci di ribaltare gli indici di divario generazionale⁽¹³⁹⁾ che nell'esclusione dalle protezioni pensionistiche trovano una delle sue più dannose (non solo per giovani, ma per tutti noi) declinazioni.

Non è sicuramente facile immaginare un decisore pubblico che si metta subito nella prospettiva invocata dalla Commissione, ed elegantemente chiamata di *long-term thinking*, soprattutto quando si tratta di muovere le leve fiscali, ma oggi il terreno della previdenza complementare, che coinvolge molteplici variabili dei sistemi di *welfare*⁽¹⁴⁰⁾, scorre, come abbiamo visto, sul duplice binario di una tutela pensionistica che necessariamente interloquisce con le dinamiche finanziarie, può offrire una nuova alchimia tra inverno demografico e primavera del mercato dei capitali che potrebbe ispirare, viaggiando sempre tra gli appassionati di scienze comportamentali, una nuova categoria di decisori pubblici «imprenditori della disabituazione, capaci di cambiare l'ambiente, cambiare le regole, sorprendere le persone»⁽¹⁴¹⁾. Uno degli esempi che gli scienziati fanno è quello di Dick Fosbury che, come è noto, ha rivoluzionato il salto in alto: nelle parole dei suoi compagni di squadra nessuno lo prendeva sul serio, eppure la sua rivoluzione nella quale, nonostante tutto, ha creduto fino in fondo, è rimasta nella storia.

⁽¹³⁹⁾ ASVIS, *La valutazione d'impatto generazionale delle leggi: un cambio di paradigma per le politiche pubbliche*, 2026, 11, disponibile su www.asvis.it.

⁽¹⁴⁰⁾ Cfr. anche M. MARÈ, F. PORCELLI, F. VIDOLI, *Il welfare italiano: una questione di famiglia*, Bologna, 2024, 151 ss.

⁽¹⁴¹⁾ T. SHAROT, C. SUNSTEIN, *Guardate meglio*, Milano, 2024, 145.