The Hub of Private & Wealth Management

Spett.le

Ministero dell'Economia e delle Finanze

Dipartimento del Tesoro

Via XX Settembre, 97

00187 Roma

Trasmessa via e-mail all'indirizzo dt.cabinaregiatuf@mef.gov.it

Milano, 26 ottobre 2026

Oggetto: Call for evidence del 28 settembre 2026 in vista dell'adozione di decreti correttivi e integrativi della riforma del TUF – Contributo di AIPB sulla classificazione della clientela *private* e i limiti dell'attuale quadro normativo

Egregi Signori,

l'Associazione Italiana Private Banking ("**AIPB**") accoglie con favore l'avvio, da parte della struttura tecnica del Ministero dell'Economia e delle Finanze di supporto alla Cabina di regia per la valorizzazione e lo sviluppo del mercato dei capitali, della *call for evidence* del 28 settembre 2026 (la "**Call for Evidence**"), volta a raccogliere osservazioni e proposte da valutare nell'ambito dell'adozione di eventuali decreti correttivi e integrativi della disciplina adottata in attuazione della legge 5 marzo 2024, n. 21 (la "**Legge Capitali**")[1].

Con il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47 (il "**D.Lgs. 47/2026**")[2] è stata realizzata una riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali contenute nel Testo Unico della Finanza (il "**TUF**"), con interventi di rilievo, tra l'altro, sulla disciplina della gestione collettiva del risparmio. AIPB condivide pienamente gli obiettivi dell'iniziativa – vale a dire, favorire l'accesso delle imprese ai capitali, aumentare l'attrattività del sistema

---

1 Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro, avviso del 28 settembre 2026, "*Riforma del Testo Unico della Finanza (TUF): aperta la 'call for evidence' per inviare contributi e osservazioni entro il 26 ottobre*".

2 D.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 86 del 14 aprile 2026 (S.O. n. 14) ed entrato in vigore il 29 aprile 2026.

Paese per gli investitori e assicurare al contempo elevati livelli di tutela – e ritiene che **il *private banking* sia uno degli ambiti nei quali tali obiettivi possono essere perseguiti con maggiore efficacia**.

La clientela *private* è composta da famiglie e individui con patrimoni significativi ed esigenze complesse, che si trovano **nella posizione migliore per destinare una parte delle proprie risorse a investimenti di lungo periodo**, meno liquidi e a più elevato profilo di rischio – quali gli ELTIF, i FIA che investono in *private equity*, *venture capital* e *private debt* e, più in generale, gli strumenti azionari (liquidi o illiquidi) – contribuendo così in modo diretto al finanziamento dell'economia reale.

Come più volte segnalato dalla scrivente Associazione, tuttavia, **l'attuale quadro normativo non consente di valorizzare appieno questo potenziale**, poiché le regole di condotta applicabili ai servizi di investimento sono costruite attorno alle esigenze del cliente al dettaglio "*standard*" e non tengono conto né della capacità patrimoniale della clientela *private*, né della natura dei servizi di gestione e di consulenza che le vengono prestati.

Come si illustrerà, il problema non può essere risolto con una modifica dei criteri di classificazione della clientela previsti dal TUF e dalla relativa normativa di attuazione – che non sarebbe consentita, ovviamente, dalla normativa europea – e una soluzione strutturale richiederebbe una revisione della direttiva 2014/65/UE ("**MiFID II**").

Nelle more di tale possibile revisione, tuttavia, **il TUF offre già oggi margini di intervento in materia di valutazione di adeguatezza** che consentirebbero di **conseguire risultati significativi senza ridurre il livello di tutela degli investitori**.

* * * *

1. IL CONTESTO: UN RISPARMIO PRIVATO RILEVANTE CHE FATICA A RAGGIUNGERE L'ECONOMIA REALE

1.1 *Il peso del private banking nell'allocazione del risparmio delle famiglie*

Il *private banking* intermedia una quota rilevante della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Alla fine del 2025, le masse gestite dall'industria del *private banking* in Italia hanno raggiunto il livello record di **1.415 miliardi di euro**, con una raccolta netta di 56 miliardi di euro nell'anno e **una quota di mercato pari a circa il 50% del risparmio investito** delle famiglie italiane.[3]

Si tratta di una clientela che, per dimensione e stabilità del patrimonio, è in grado di sostenere investimenti con orizzonte di lungo periodo e di tollerare l'illiquidità e la volatilità

[3] AIPB, dati sul mercato italiano del private banking al 31 dicembre 2025

tipiche dei mercati privati e azionari, almeno con riferimento a una porzione significativa del portafoglio.

1.2 *Una presenza ancora marginale degli investimenti di lungo periodo nei portafogli*

Nonostante gli interventi normativi degli ultimi anni – dalla revisione della disciplina degli ELTIF operata con il Regolamento (UE) 2023/606 alla riforma dei FIA riservati, fino alle novità introdotte dal D.Lgs. 47/2026 – **gli investimenti in prodotti alternativi e illiquidi continuano a occupare una quota marginale dei portafogli della clientela *private***.

Secondo le rilevazioni della scrivente Associazione, nel 2025 gli investimenti in strumenti di *private markets* rappresentavano appena lo 0,94% delle masse investite dalla clientela del *private banking* italiano, a fronte di una disponibilità, dichiarata da circa il 60% della clientela *private*, a investire una parte del proprio patrimonio per un periodo prolungato in cambio di una maggiore redditività.[4]

In assenza di canali efficaci, una parte significativa del risparmio della clientela con elevate disponibilità patrimoniali **affluisce verso prodotti liquidi che investono prevalentemente sui mercati internazionali**, anziché sostenere la crescita delle imprese italiane, anche nella fase che precede la quotazione.

1.3 *Il collo di bottiglia: le regole di condotta e la valutazione di adeguatezza*

Il D.Lgs. 47/2026, unitamente ai recenti interventi di riforma adottati a livello europeo e nazionale, hanno compiuto passi importanti sul piano dei prodotti. Queste aperture rischiano tuttavia di restare in larga parte inattuate se non sono accompagnate da interventi sulle regole di condotta.

Il collo di bottiglia che impedisce al risparmio dei clienti *private* di confluire verso l'economia reale si colloca, infatti, non "a monte" nella configurazione dei prodotti, bensì "a valle" nella prestazione dei servizi di investimento – e, in particolare, nella valutazione di adeguatezza che deve essere effettuata dagli intermediari nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli.

Le procedure e gli algoritmi utilizzati dagli intermediari spesso comportano, infatti, l'applicazione di **un'unica metodologia a tutta la clientela al dettaglio**, senza distinguere tra il piccolo risparmiatore e la famiglia che dispone di un patrimonio di diversi milioni di euro ed è assistita in via continuativa da un *private banker*. In questo contesto, fattori quali le conoscenze ed esperienze del cliente in relazione al singolo strumento, o l'orizzonte temporale – spesso determinato in modo meccanico in funzione dell'età anagrafica – finiscono per condurre a un esito negativo della valutazione, **anche quando**

[4] Cfr. AIPB, *L'offerta Private Markets nel Private Banking in Italia – Dati al 31 dicembre 2025*, nonché AIPB – BVA Doxa, *La clientela Private in Italia 2024*.

l'investimento sarebbe pienamente coerente con la situazione finanziaria e con gli obiettivi complessivi del cliente.

Per superare questo limite, il sistema ha fatto finora affidamento sulla possibilità, per il cliente, di chiedere di essere classificato come professionale. Come si illustrerà di seguito, **l'esperienza ha dimostrato che tale strumento non è in grado di svolgere questa funzione**.

2. PERCHÉ L'OPT-IN SI È DIMOSTRATO INSUFFICIENTE

2.1 *Un istituto che non è pensato per il cliente private*

Ai sensi della MiFID II, un cliente al dettaglio può essere trattato come professionale su richiesta se l'intermediario, dopo aver effettuato una valutazione della sua competenza, esperienza e conoscenza, ha la ragionevole certezza che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni di investimento e di comprenderne i rischi, e se ricorrono almeno due dei seguenti requisiti: (i) l'aver effettuato operazioni di dimensioni significative con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; (ii) il possesso di un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a 500.000 euro; (iii) l'aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti[5].

Il cliente private tipico – ad esempio l'imprenditore che ha costruito il proprio patrimonio al di fuori del settore finanziario, o i suoi familiari – **soddisfa agevolmente il requisito patrimoniale, ma raramente gli altri due**: nel mercato italiano la propensione a operare con elevata frequenza è storicamente modesta e solo una minima parte di tali clienti ha maturato un'esperienza professionale nel settore finanziario. L'istituto, in altri termini, è costruito attorno alla figura dell'investitore che opera in autonomia sui mercati e **non valorizza né la capacità patrimoniale del cliente, né la natura del servizio di cui questi si avvale per le proprie scelte di investimento**.

La *Retail Investment Strategy* ("**RIS**") interviene su tali criteri, riducendo la soglia patrimoniale a 250.000 euro (calcolata come media dell'ultimo triennio), rivedendo il criterio relativo alla frequenza delle operazioni e introducendo un criterio alternativo basato sull'istruzione o sulla formazione, che tuttavia **non può essere combinato con il solo criterio patrimoniale**[6].

---

[5] Allegato II, Sezione II.1, della MiFID II, attuato nell'ordinamento nazionale ai sensi dell'art. 6, comma 2-*quinquies*, TUF dall'Allegato 3 al Regolamento Intermediari adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 (il "**Regolamento Intermediari**").

[6] Cfr. Consiglio dell'Unione europea, comunicato stampa del 18 dicembre 2025, "*Retail investment strategy: Council and Parliament agree on package to empower consumers while boosting markets*".

Ne consegue che il cliente private tipico – con un patrimonio finanziario rilevante, una bassa frequenza operativa e nessuna esperienza professionale nel settore finanziario – **continuerà probabilmente a essere classificato come cliente al dettaglio anche dopo l'entrata in vigore della RIS**.

2.2 *Il punto di vista del cliente: perché la clientela private non chiede di essere classificata come professionale*

In aggiunta alle considerazioni sopra esposte, l'esperienza dell'industria dimostra comunque che **la clientela *private* è generalmente restia a chiedere di essere classificata come professionale**, anche quando ne ricorrono i presupposti.

La ragione è strutturale: il cliente *private* si rivolge a un intermediario specializzato – e, in molti casi, remunera specificamente il servizio di consulenza – proprio perché **intende avvalersi delle competenze di un professionista e fare affidamento sul sistema di tutele che accompagna tale servizio**. Chiedere di essere trattato come un investitore professionale significa, al contrario, dichiarare di poter fare a meno di quelle tutele, nel momento stesso in cui si sceglie di affidarsi a un esperto.

Il passaggio alla categoria dei clienti professionali comporta, infatti, la perdita di presidi che il cliente percepisce come essenziali, tra cui, ad esempio, la **completezza dell'informativa su costi e oneri** e l'accesso all'**Arbitro per le Controversie Finanziarie** ("**ACF**").

Per il cliente *private*, dunque, l'*opt-in* rappresenta uno scambio sfavorevole: per accedere a una gamma più ampia di investimenti, dovrebbe rinunciare proprio alle tutele che giustificano la scelta di avvalersi del servizio di consulenza. Non sorprende, pertanto, che lo strumento sia scarsamente utilizzato.

Il cliente *private* **non chiede di essere trattato come un professionista**: chiede che il servizio di consulenza di cui si avvale sia in grado di proporgli, con le opportune cautele, **l'intera gamma di investimenti coerenti con il suo patrimonio e con i suoi obiettivi**.

2.3 *Il punto di vista dell'intermediario: il rischio di contenzioso con la clientela*

Anche sul versante degli intermediari la classificazione dei clienti *private* come professionali su richiesta è utilizzata con cautela.

Il quadro normativo richiede che l'intermediario, prima di accogliere la richiesta, effettui una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, adotti tutte le misure ragionevoli per accertare che questi soddisfi i requisiti previsti e

intervenga qualora venga a conoscenza del fatto che le condizioni iniziali non sono più soddisfatte[7].

In questo quadro, come noto, **sono sorte numerose controversie tra clienti e intermediari** circa la natura e l'estensione degli accertamenti e delle valutazioni che devono essere fatte in sede di classificazione del cliente al dettaglio come cliente professionale su richiesta.

La conseguenza pratica di questo quadro di incertezza è che **la classificazione come cliente professionale può essere contestata *ex post* dal cliente**, in particolare quando l'investimento ha dato esiti negativi. Il cliente che ha chiesto e ottenuto di essere trattato come professionale, sottoscrivendo le relative dichiarazioni, può successivamente far valere l'inadeguatezza della verifica svolta dall'intermediario e ottenere di essere trattato, *a posteriori*, come cliente al dettaglio, con le conseguenze risarcitorie che ne derivano.

Di fronte a questo rischio, la riclassificazione dei clienti *private* come clienti professionali su richiesta **non può funzionare come canale di accesso della clientela private agli investimenti di lungo periodo**.

3. LA SOLUZIONE STRUTTURALE E GLI INTERVENTI MINIMI ATTUABILI CON LA REVISIONE DEL TUF

3.1 *La necessità di un intervento a livello europeo*

La classificazione della clientela è disciplinata in modo puntuale dalla MiFID II, che non lascia agli Stati membri margini per introdurre nuove categorie. **Una modifica strutturale delle categorie di clientela deve pertanto passare attraverso una revisione della MiFID II.**

L'occasione è offerta dalla Comunicazione della Commissione europea del 17 luglio 2026 sulla competitività del settore bancario e sul mercato unico bancario (la "**Comunicazione**"), con la quale la Commissione ha invitato i portatori di interesse a contribuire in vista delle misure da proporre nel primo trimestre del 2027[8]. La Comunicazione sottolinea l'esigenza di passare da un approccio fortemente avverso al rischio a un approccio aperto a rischi responsabili e misurati: il *private banking* è uno degli ambiti nei quali questo cambio di impostazione può produrre i risultati più tangibili.

---

7 Allegato II, Sezione II, della MiFID II; Allegato 3 al Regolamento Intermediari.

8 Commissione europea, Comunicazione sulla competitività del settore bancario e sul mercato unico bancario, COM(2026) 615. Cfr. anche la Comunicazione sull'Unione del risparmio e degli investimenti, COM(2025) 124.

In questa prospettiva, **AIPB auspica che il Governo italiano, nell'ambito del seguito dato alla Comunicazione e del dialogo con le istituzioni europee, sostenga l'opportunità di rivedere le attuali categorie di clientela previste dalla MiFID II.**

In particolare, AIPB auspica che sia **separatamente disciplinata la prestazione di servizi di consulenza e di gestione patrimoniale in favore della clientela *private***, valorizzando **la natura e la qualità del servizio prestato** (basato su una relazione continuativa, personalizzata e integrata, fondata sulla gestione o sulla consulenza relativa al patrimonio complessivo del cliente da parte di professionisti altamente qualificati, etc) e introducendo, conseguentemente, delle semplificazioni alla prestazione di servizi di investimento alla clientela *private* in questo contesto.

3.2 *I margini di intervento a legislazione europea invariata*

Nelle more dei possibili interventi a livello europeo, **l'ordinamento nazionale dispone già oggi di margini di intervento che consentirebbero di conseguire una significativa dei risultati auspicati**.

La MiFID II e l'art. 54 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 individuano le informazioni che l'intermediario deve acquisire e i criteri della valutazione di adeguatezza – obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio; situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite; conoscenze ed esperienze[9] – ma **non impongono un'unica metodologia per combinare e ponderare tali fattori**, né l'applicazione di una metodologia uniforme a tutta la clientela al dettaglio.

Gli stessi Orientamenti dell'ESMA in materia di adeguatezza fanno riferimento agli algoritmi (al plurale) che supportano la valutazione e richiedono che, nella loro definizione, si tenga conto della natura e delle caratteristiche dei prodotti offerti.[10]

Ciononostante, la prassi di mercato e di vigilanza in Italia si è consolidata attorno all'utilizzo di **un unico algoritmo per l'intera clientela al dettaglio**. Ciò è dovuto probabilmente affatto che l'adozione di metodologie differenziate per segmenti di clientela, in assenza di una base normativa espressa, esporrebbe l'intermediario alla contestazione di aver ridotto, per alcuni clienti, il livello di tutela.

---

9 Art. 54, paragrafo 2, del Regolamento delegato (UE) 2017/565.

10 ESMA, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II (ESMA35-43-3172), nella parte in cui richiedono alle imprese di monitorare e testare regolarmente gli algoritmi alla base della valutazione di adeguatezza e, nella loro definizione, di tenere conto della natura e delle caratteristiche dei prodotti offerti.

Un riconoscimento espresso, a livello di normativa primaria, della possibilità di adottare algoritmi differenziati per diversi segmenti di clientela al dettaglio offrirebbe la certezza giuridica che oggi manca.

3.3 *Contenuti del possibile intervento*

AIPB propone di intervenire sulle seguenti disposizioni del TUF:

(a) **art. 24 TUF (*Gestione di portafogli*)**: introdurre una previsione che riconosca espressamente la possibilità, per i soggetti abilitati, di effettuare la valutazione di adeguatezza anche attraverso metodologie differenziate, che tengano conto del profilo del cliente e delle relative disponibilità patrimoniali, delle caratteristiche del servizio prestato e della natura e delle caratteristiche degli strumenti finanziari;

(b) **art. 24-*bis* TUF (*Consulenza in materia di investimenti*)**: estendere la medesima previsione al servizio di consulenza, con particolare riferimento alla consulenza prestata sul portafoglio complessivo del cliente e accompagnata da una valutazione periodica dell'adeguatezza;

Le metodologie differenziate dovrebbero operare nel pieno rispetto dei criteri previsti dalla normativa europea, incidendo esclusivamente sulle modalità con cui tali criteri vengono applicati e ponderati. A titolo esemplificativo, per i clienti con un patrimonio finanziario significativo che beneficiano di un servizio di gestione o di consulenza sul portafoglio complessivo, le metodologie potrebbero prevedere:

(a) la **valutazione per porzioni di portafoglio**, distinguendo una componente destinata alle esigenze di liquidità e di protezione del capitale da una componente destinata alla crescita di lungo periodo, nella quale possono trovare spazio strumenti illiquidi e una quota più elevata di strumenti azionari;

(b) una **diversa ponderazione delle conoscenze e delle esperienze** con riferimento alla componente di lungo periodo, in considerazione del supporto professionale assicurato dal servizio;

(c) la valutazione della **capacità di sostenere perdite** in relazione al patrimonio complessivo del cliente, e non alla singola operazione;

(d) la considerazione dell'**orizzonte temporale** alla luce degli obiettivi patrimoniali, successori e intergenerazionali del cliente, secondo una logica di tipo c.d. *life cycle*; sotto questo profilo, la revisione delle disposizioni del TUF dovrebbe consentire una maggiore esposizione alla componente azionaria per quei clienti che, nonostante le loro caratteristiche anagrafiche, presentano disponibilità patrimoniali tali da poter sostenere una quota più elevata di investimenti azionari con un orizzonte di lungo periodo, in un'ottica di risparmio intergenerazionale e di pianificazione successoria.

La proposta illustrata costituisce, ad avviso di AIPB, **la riforma minima che può essere introdotta allo stato, in attesa della revisione della MiFID II**.

Essa **mantiene il cliente nella categoria dei clienti al dettaglio**, con tutte le tutele che ne derivano – inclusi la valutazione di adeguatezza, la relativa dichiarazione e l'accesso all'ACF – rispondendo così alle aspettative della clientela *private*; al contempo, la proposta **non introduce nuove categorie di clientela né deroga alla normativa europea**, ma chiarisce a livello primario una facoltà già compatibile con la MiFID II e con gli Orientamenti dell'ESMA.

* * * *

AIPB ritiene che le proposte illustrate possano contribuire in modo significativo agli obiettivi della Legge Capitali e della Call for Evidence, **favorendo l'afflusso di una quota del risparmio privato verso investimenti di lungo periodo a sostegno delle imprese italiane**, senza ridurre il livello di tutela degli investitori.

AIPB resta a disposizione della Cabina di regia e del Ministero per ogni chiarimento e approfondimento, nonché per predisporre e condividere, se del caso, l'articolato normativo relativo agli interventi proposti.

Distinti saluti,

ASSOCIAZIONE ITALIANA PRIVATE BANKING (AIPB)