



Position Paper Assogestioni

Market Integration and Supervision Package (MISP)

Premessa. Assogestioni esprime apprezzamento per l'iniziativa della Commissione europea volta a semplificare e razionalizzare aspetti centrali della disciplina europea in materia di gestione collettiva del risparmio nell'ambito del Market Integration and Supervision Package (MISP).

L'obiettivo generale dell'intervento – rafforzare l'efficienza del mercato unico, rimuovere barriere operative non necessarie e sostenere un'industria maggiormente integrata, competitiva e attrattiva a livello globale – è pienamente condiviso.

In particolare, Assogestioni accoglie con favore l'obiettivo della Commissione di semplificare e armonizzare le procedure di commercializzazione cross-border di UCITS e FIA, riducendo oneri amministrativi, duplicazioni informative e complessità procedurali, anche mediante la creazione di una piattaforma ESMA per lo scambio centralizzato dei dati. La proposta recepisce inoltre numerose esigenze operative già rappresentate da Assogestioni, tra cui: la riduzione dei termini di approvazione delle modifiche rilevanti ai sensi dell'art. 93(8) UCITSD; l'eliminazione dell'offerta di riacquisto senza oneri quale condizione sostanziale ex ante per la de-notifica di UCITS; l'eliminazione del periodo di "presunzione" di 18 mesi per il pre-marketing dei FIA ex art. 30-bis AIFMD; l'eliminazione del "black-out period" di 36 mesi successivo alla de-notifica dei FIA ai sensi dell'art. 32-bis AIFMD. Assogestioni accoglie inoltre con favore l'iniziativa della Commissione volta a facilitare la delega di funzioni e compiti all'interno di un gruppo UE di Gestori.

Un'analisi approfondita delle disposizioni evidenzia, tuttavia, alcune incoerenze strutturali e profili critici che, se non adeguatamente affrontati, rischiano di compromettere il pieno conseguimento degli obiettivi perseguiti. Nei paragrafi che seguono si formulano le principali osservazioni.

1. Single rulebook, competitività e principio dell'home-country control

Come già sostenuto nell'ambito della *Targeted Consultation on the Integration of EU Capital Markets*, Assogestioni ritiene che il progetto di integrazione del settore del risparmio gestito non possa realizzarsi in assenza di un processo strutturato di riorganizzazione e codificazione organica della normativa europea di riferimento.

Gli interventi di razionalizzazione prospettati nell'ambito del MISP — tra cui il trasferimento di talune disposizioni dalle direttive ai regolamenti, la riduzione delle opzioni e discrezionalità nazionali suscettibili di generare fenomeni di gold-plating, nonché il rafforzamento delle misure di livello 2 — appaiono apprezzabili nel loro impianto generale. Tuttavia, essi non risultano sufficienti a **garantire un quadro normativo pienamente integrato, coerente e competitivo a livello globale.**



In particolare, le misure contenute nel MISP non assicurano un **coinvolgimento strutturato e tempestivo dell'industria** nella fase di elaborazione degli atti di livello 2, elemento essenziale per promuovere una regolamentazione proporzionata, tecnicamente solida e coerente con l'evoluzione tecnologica e organizzativa del settore.

In tale contesto, appare altresì necessario che l'ESMA, nell'esercizio delle competenze ad essa attribuite, tenga sistematicamente conto dell'esigenza di **rafforzare la competitività e l'integrazione del mercato unico dei capitali**. Ciò implica, in particolare, lo svolgimento di valutazioni d'impatto e analisi costi-benefici adeguate, la revisione di requisiti duplicativi o non proporzionati, la promozione dell'innovazione regolamentare, al fine di ridurre frammentazioni e oneri non necessari senza pregiudicare la tutela degli investitori e la stabilità finanziaria.

Il MISP non delinea, inoltre, **un assetto normativo trasversale e coordinato tra la disciplina della prestazione dei servizi di investimento e quella della gestione collettiva del risparmio**, capace di valorizzarne le interrelazioni sistemiche pur preservandone le rispettive specificità funzionali e finalità di tutela dell'investitore. In tale prospettiva, la sola previsione di misure di livello 3 in materia di regole di condotta e requisiti prudenziali non appare sufficiente in assenza di un intervento normativo di livello 1 che assicuri coerenza strutturale tra i due ambiti.

Le misure di semplificazione previste dal MISP dovrebbero altresì estendersi in modo più strutturato ai **procedimenti nazionali di Livello 1 relativi all'autorizzazione dei gestori e dei fondi**, che costituiscono il presupposto imprescindibile per l'effettiva operatività nel mercato interno, e rispetto ai quali gli interventi del MISP si limitano a introdurre mandati a ESMA per l'adozione di norme di Livello 2 volte a specificare le informazioni richieste ai fini dei procedimenti autorizzativi e relative procedure e tempistiche [cfr. nuovo paragrafo 8 dell'articolo 5 della direttiva UCITS nonché gli articoli 7(6) UCITS e 7(6) AIFMD].

Da ultimo, appare essenziale **riaffermare in modo chiaro e operativo il principio dell'home-country control** quale pilastro del regime di passaporto dei gestori. L'autorità competente dello Stato membro d'origine dovrebbe esercitare poteri esclusivi e pienamente prevalenti in materia di autorizzazione, requisiti organizzativi e prudenziali e vigilanza continuativa. Le competenze delle autorità dello Stato membro ospitante dovrebbero essere circoscritte e tassative — quali il rispetto delle norme di correttezza e trasparenza nei confronti degli investitori e la supervisione delle comunicazioni di marketing diffuse nel territorio ospitante — con espresso divieto di introdurre richieste informative o condizioni operative che si traducano, di fatto, in una duplicazione dei controlli o in una "seconda autorizzazione". In assenza di una rigorosa delimitazione delle competenze, il regime di passaporto rischia di essere svuotato della propria funzione integrativa, alimentando frammentazione regolamentare e oneri amministrativi ingiustificati.

2. Il Gruppo UE di gestori e poteri dell'ESMA sui gruppi di grande dimensione transfrontalieri



Al fine di agevolare l'operatività dei gruppi attivi nella gestione patrimoniale nel mercato unico, il MISP propone di modificare la direttiva UCITS e la direttiva AIFMD, introducendo la nozione di "Gruppo UE di società di gestione e di GEFIA". Tale nozione è definita mediante rinvio alla definizione di "gruppo" contenuta nella Accounting Directive e ricomprende, oltre alle società di gestione e ai GEFIA UE, anche imprese di investimento UE ed enti creditizi UE legati ai gestori da rapporti di controllo.

Per le entità appartenenti al medesimo gruppo e stabilite nell'Unione – indipendentemente dall'ubicazione della società madre ultima (intra o extra UE) – il MISP: (i) riconosce la possibilità di avvalersi delle risorse umane e tecniche condivise ai fini dello svolgimento della propria attività; (ii) prevede che gli accordi aventi ad oggetto lo svolgimento di funzioni o la prestazione di servizi all'interno del gruppo non siano qualificati come delega e non siano pertanto soggetti alla disciplina in materia di delega di funzioni, fatto salvo l'obbligo di informare debitamente l'autorità competente dello Stato membro d'origine della società di gestione o del GEFIA circa l'esercizio di tali funzioni o servizi da parte di altre entità appartenenti al gruppo UE.

Il Considerando 5 della Proposta di direttiva quadro chiarisce, inoltre, che le disposizioni della direttiva UCITS e della AIFMD relative ai gruppi UE di società di gestione e di GEFIA non pregiudicano né la responsabilità delle società di gestione e dei GEFIA per le funzioni svolte da altre entità del gruppo UE, né l'applicazione dei requisiti prudenziali di consolidamento previsti per enti creditizi e le imprese di investimento ai sensi del regolamento (UE) n. 575/2013.

2.1 Necessità di una delimitazione della nozione di gruppo. Assogestioni condivide la scelta di introdurre una nozione di Gruppo UE di società di gestione e di GEFIA finalizzata a semplificare l'operatività dei gestori europei appartenenti al gruppo e a rafforzare il coordinamento tra autorità, senza dar luogo ad una vigilanza prudenziale consolidata in materia di gestione collettiva.

Tuttavia, la definizione proposta dal MISP, pur riflettendo taluni modelli organizzativi diffusi sul mercato, presenta profili problematici, in particolare nei casi in cui società di gestione e GEFIA appartengano a gruppi bancari.

In primo luogo, sul piano concettuale, la definizione proposta rischia di riassorbire il polo delle società di gestione nella logica del gruppo bancario e di obliterare le caratteristiche di specificità proprie del gruppo di gestori.

In secondo luogo, l'accentramento di funzioni essenziali presso una banca del gruppo potrebbe essere letto secondo categorie proprie del diritto prudenziale bancario, favorendo una indiretta "bancaizzazione" della gestione collettiva.

In terzo luogo, tale impostazione rischia di incidere sugli equilibri elaborati in ordinamenti come quello italiano, nei quali la distinzione tra eterodirezione della controllante bancaria e autonomia gestionale della SGR è stata costruita con rigore dall'Autorità di Vigilanza.

La mera permanenza di una responsabilità formale della SGR non garantisce infatti la sua autonomia sostanziale: se le funzioni chiave sono integralmente accentrate a livello bancario, il centro di imputazione giuridica può non coincidere più con il centro decisionale effettivo.



Considerazioni analoghe valgono anche ai fini dell'opportunità di escludere dalla nozione di gruppo di gestori le imprese di investimento, al fine di evitare ulteriori sovrapposizioni con regimi prudenziali concepiti per attività diverse dalla gestione collettiva.

Alla luce di tali considerazioni, appare opportuno circoscrivere la nozione di Gruppo UE di società di gestione e di GEFIA alle società di gestione UE e GEFIA UE, tutt'al più includendo le holding di partecipazione finanziaria poste al vertice del polo di gestori purché aventi funzioni di mera detenzione di partecipazioni e di mero coordinamento.

Tale soluzione consentirebbe di soddisfare le esigenze di specificità che caratterizzano il settore del risparmio gestito nonché di evitare indebite sovrapposizioni con i regimi di vigilanza prudenziale e consolidata propri dei gruppi bancari o di imprese di investimento.

Il riconoscimento del gruppo dovrebbe al tempo stesso avere natura strumentale: come anticipato, esso dovrebbe operare ai fini della semplificazione regolamentare e del coordinamento tra autorità, senza dar luogo a un nuovo centro autonomo di responsabilità o a una vigilanza prudenziale consolidata in materia di gestione collettiva. Ciò anche in considerazione della diversa natura dei gestori di patrimoni, che operano secondo un modello di agenzia, non assumono rischi in proprio sui patrimoni gestiti e agiscono nell'interesse degli investitori.

Sotto il profilo della **semplificazione regolamentare**, la disciplina del Gruppo UE di società di gestione e di GEFIA dovrebbe definire un insieme di regole funzionali a:

(i) consentire alla capogruppo di gestori UE di fungere da punto di contatto unico con le autorità di vigilanza per finalità di reporting e coordinamento informativo;

(ii) semplificare i procedimenti autorizzativi e il regime applicabile alle deleghe infragruppo (incluse quelle relative alla gestione del portafoglio e alla funzione di gestione del rischio), tenendo conto che delegante e delegato sono sottoposti al controllo della medesima capogruppo;

(iii) favorire l'accentramento delle funzioni operative e di controllo a livello di gruppo, evitando duplicazioni di presidi organizzativi e di obblighi regolamentari imposti a livello nazionale, assicurando che la capogruppo del Gruppo UE di gestori selezioni in autonomia l'entità a cui delegare funzioni operative del servizio di gestione collettiva, anche ove il gruppo di gestori costituisca una aggregazione "interna" a un più ampio gruppo bancario e quindi anche nel caso in cui la capogruppo del gruppo di gestori sia sottoposta al potere di direzione e coordinamento di una capogruppo bancaria.

Resta in ogni caso imprescindibile l'esigenza di preservare i principi fondamentali in materia di indipendenza decisionale del gestore, responsabilità ultima sulla conformità alla normativa applicabile in capo al gestore, effettivo controllo sulla funzione delegata o centralizzata, corretta gestione dei conflitti di interesse, e tutela degli investitori, che costituiscono l'architettura della disciplina europea della gestione collettiva del risparmio.

In tale prospettiva, le proposte di semplificazione avanzate dalla Commissione europea dovrebbero essere ulteriormente specificate e articolate, alla luce delle esigenze sopra richiamate, al fine di assicurare un equilibrato temperamento tra efficienza organizzativa, coerenza sistematica dell'ordinamento e salvaguardia dell'autonomia dei gestori nell'agire nell'interesse degli investitori.



Parallelamente, occorre garantire che i requisiti in materia di delega ed esternalizzazione derivanti da altri framework normativi – quali, ad esempio, l’IFD/IFR o la CRD/CRR nei casi in cui le società di gestione facciano parte di gruppi bancari o di imprese di investimento – non compromettano l’effettività delle deroghe previste per gli accordi infragrupo tra società di gestione appartenenti al medesimo Gruppo UE di gestori. In tali ipotesi, la disciplina speciale dettata per i gruppi di gestori dovrebbe prevalere, in applicazione del criterio di specialità, rispetto ai requisiti di *outsourcing* applicabili su base consolidata, anche in considerazione della diversa natura dei gestori collettivi che non assumono rischi con il proprio patrimonio¹. Analogamente, semplificazioni della stessa natura dovrebbero trovare applicazione anche con riferimento agli obblighi derivanti dai *framework* DORA, nel caso di accordi tra entità appartenenti allo stesso gruppo UE.

L’integrazione organizzativa così delineata richiede **un meccanismo istituzionale di cooperazione proporzionato ma strutturato**. In tale prospettiva, il Supervisory Coordination College per i gruppi UE di società di gestione e GEFIA dovrebbe configurarsi quale strumento di coordinamento orizzontale obbligatorio tra autorità nazionali, con la partecipazione dell’ESMA, senza introdurre una vigilanza consolidata né accentrare poteri decisionali (v. par. 2.2.1).

2.2 I poteri dell’ESMA sui gruppi di grande dimensione transfrontalieri. Il MISP modifica la direttiva UCITS la direttiva AIFMD al fine di attribuire all’ESMA il potere di individuare i gruppi europei di gestori di maggiori dimensioni, sulla base del valore patrimoniale netto e della rilevanza delle operazioni e attività transfrontaliere, nonché di mantenerne aggiornato l’elenco.

La proposta introduce inoltre un quadro di coordinamento nell’ambito del quale l’ESMA, in cooperazione con le autorità competenti interessate, dovrebbe effettuare verifiche periodiche – almeno annuali – volte a individuare e affrontare divergenze, duplicazioni o carenze nelle prassi di vigilanza che possano ostacolare l’operatività transfrontaliera dei gruppi di maggiore rilevanza.

Assogestioni condivide l’obiettivo di rafforzare la convergenza di vigilanza e prevenire fenomeni di frammentazione suscettibili di compromettere l’effettività del passaporto europeo. È altresì apprezzabile la scelta della Commissione di non introdurre una vigilanza diretta dell’ESMA sui gruppi europei di grande dimensione transfrontalieri.

Permangono tuttavia rilevanti perplessità in merito alla previsione di revisioni periodiche centralizzate da parte dell’Autorità europea.

In primo luogo, tali revisioni comporterebbero inevitabilmente una duplicazione delle attività di supervisione e un incremento dei costi per i gestori, come peraltro riconosciuto nel considerando 15 della proposta di Direttiva. Anche ove l’oggetto formale sia la valutazione delle prassi di vigilanza, l’ESMA, per formulare conclusioni autonome e motivate, dovrebbe inevitabilmente basarsi su analisi sostanzialmente parallele a quelle già svolte a livello nazionale, con il rischio di richieste informative aggiuntive e duplicazione di verifiche.

¹ Un esempio in tal senso è già presente nell’articolo 109, par. 4 della CRD in tema di politiche di remunerazione.



In secondo luogo, sebbene il considerando 14 della proposta di Direttiva precisi che il nuovo quadro non comporta il conferimento all'ESMA del mandato di sviluppare nuovi modelli di rischio o approcci di vigilanza consolidata ulteriori rispetto a quelli previsti dalle direttive UCITS e AIFMD, la valutazione d'impatto richiama un "monitoraggio continuo dei rischi" a livello di gruppo, basato su indicatori e con possibile attivazione di gruppi congiunti di indagine. Tale impostazione sembra evocare una prospettiva prudenziale consolidata che non appare coerente con la natura dell'industria della gestione collettiva. Come già anticipato, le società di gestione operano infatti secondo un modello di tipo *agency*: amministrano attivi per conto degli investitori senza assumere esposizioni in conto proprio; i patrimoni dei fondi sono giuridicamente segregati; il rischio di bilancio consolidato è assente; il rischio di insolvenza sistemica del gestore è strutturalmente contenuto. In questo contesto, l'introduzione di un livello di scrutinio europeo periodico assimilabile a una vigilanza consolidata non risponde a un'esigenza sistemica analoga a quella che giustifica modelli di supervisione accentrata in altri comparti finanziari.

In assenza di un'autorizzazione unica europea – come nel caso del gestore del mercato paneuropeo (PEMO) previsto dal MISP – e permanendo un sistema fondato su autorizzazioni nazionali e passaporto europeo, l'attribuzione a ESMA di poteri di revisione periodica sui gruppi autorizzati a livello nazionale rischia di configurare un assetto ibrido, caratterizzato da sovrapposizioni di competenze e da una non pienamente chiara delimitazione delle responsabilità tra livello nazionale ed europeo.

Alla luce di tali considerazioni, l'introduzione di revisioni periodiche centralizzate non appare pienamente proporzionata né coerente con l'attuale modello di vigilanza e rischia di generare duplicazioni operative, costi aggiuntivi e incertezza regolamentare, senza evidenza di benefici proporzionati in termini di stabilità finanziaria o integrazione del mercato.

2.2.1 Il Supervisory Coordination College. Assogestioni ritiene preferibile l'istituzione obbligatoria di un *Supervisory Coordination College* per i gruppi di gestori di grandi dimensioni e con rilevante presenza transfrontaliera.

L'obiettivo di tale struttura dovrebbe essere quello di assicurare una vigilanza coerente ed efficace sui grandi gruppi di gestori operanti in più Stati membri, favorendo un coordinamento stabile, strutturato e tempestivo tra le autorità competenti. In particolare, il Collegio dovrebbe contribuire a: (i) prevenire e risolvere divergenze applicative tra autorità nazionali suscettibili di generare duplicazioni regolamentari o ostacoli all'esercizio del passaporto europeo; (ii) promuovere la convergenza di vigilanza mediante uno scambio strutturato di informazioni, prassi e valutazioni tra autorità competenti.

Tale meccanismo di coordinamento dovrebbe essere configurato senza introdurre nuovi modelli di rischio a livello di gruppo e senza configurare una vigilanza prudenziale consolidata. A differenza dei supervisory college previsti per i gruppi bancari, che sono finalizzati alla gestione del rischio a livello consolidato, i supervisory college per i grandi gruppi di asset management dovrebbero avere come obiettivo la sola gestione della frammentazione regolamentare nel mercato unico. Per questi motivi, si propone di prevedere espressamente che il Collegio non adotti decisioni vincolanti e non eserciti poteri di vigilanza diretti sulle entità del gruppo.

In questa prospettiva, il Collegio dovrebbe essere composto da: (i) le autorità competenti degli Stati membri d'origine delle società di gestione e dei GEFIA appartenenti al gruppo;



(ii) le autorità competenti degli Stati membri ospitanti nei quali tali entità svolgono attività;
(iii) l'ESMA, con un ruolo di coordinamento e di promozione della convergenza di vigilanza, senza quindi poteri di vigilanza diretta o indiretta sulle entità del gruppo. La definizione della Presidenza del Collegio dovrebbe essere individuata tenendo conto della struttura organizzativa del gruppo e della distribuzione geografica delle attività.

Il modello delineato è finalizzato a rafforzare la cooperazione multilaterale tra autorità nazionali, garantendo che tutte le autorità coinvolte partecipino in modo strutturato e paritario alle attività del Collegio, con pieno accesso alle informazioni rilevanti e la possibilità di sollevare questioni operative o interpretative. Esso rappresenta pertanto una soluzione equilibrata, idonea a conciliare l'esigenza di coordinamento europeo con il mantenimento della coerenza sistemica dell'assetto UCITS/AIFMD, evitando sovrapposizioni e incertezze applicative.

3. Poteri correttivi dell'ESMA

Per garantire l'efficace funzionamento del mercato unico dei fondi di investimento, dei gestori e dei depositari ed eliminare gli ostacoli in materia di vigilanza che impediscono l'esercizio transfrontaliero dei diritti di passaporto, il MISP attribuisce all'ESMA ampi poteri correttivi, inclusa la possibilità di raccomandare "azioni correttive", di attivare procedure per violazione del diritto dell'Unione, di esercitare poteri di mediazione vincolante e, in talune circostanze, di incidere direttamente su autorizzazioni o attività transfrontaliere.

Pur riconoscendo la necessità di strumenti efficaci in presenza di una minaccia concreta e significativa alla tutela degli investitori o alla stabilità finanziaria, l'estensione generalizzata di tali poteri solleva alcune criticità.

In primo luogo, l'ESMA dispone già di strumenti incisivi (quali i poteri di intervento sui prodotti e le peer review), che hanno dimostrato efficacia senza alterare l'equilibrio delle competenze.

In secondo luogo, poteri correttivi incisivi ma non sufficientemente circostanziati quanto ai presupposti applicativi rischiano di generare incertezza giuridica e di produrre effetti disincentivanti sull'evoluzione e sullo sviluppo di nuovi prodotti, in contrasto con le finalità di competitività del MISP.

Particolari profili di attenzione emergono con riferimento al potere di sospensione dell'operatività transfrontaliera di gestori e depositari. Si tratta di una misura che incide direttamente e in modo particolarmente rilevante sull'operatività e sul modello di *business* degli intermediari, con possibili ripercussioni anche sugli investitori e sulla continuità dei servizi. Per tale ragione, essa dovrebbe configurarsi quale *extrema ratio*, esercitabile unicamente laddove gli altri strumenti a disposizione dell'ESMA e/o delle autorità nazionali competenti si siano rivelati inadeguati o insufficienti a fronteggiare la criticità individuata.

Il quadro delineato dal MISP prevede, inoltre, poteri sospensivi dell'ESMA in una pluralità di atti normativi (nuovo art. 17 bis bis bis del Regolamento (UE) n. 1095/2010; art. 110-quater della Direttiva UCITS; art. 47-ter della AIFMD; art. 14-quater del CBDFR). In ragione della particolare incisività della misura, appare essenziale delineare un assetto coordinato e



coerente, idoneo a evitare duplicazioni, sovrapposizioni o possibili disallineamenti applicativi.

In tale prospettiva, si ritiene che l'esercizio dei poteri di sospensione da parte dell'ESMA debba in ogni caso avvenire in conformità al quadro "orizzontale" stabilito dal nuovo articolo 17 bis bis bis del Regolamento (UE) n. 1095/2010, sia con riguardo ai presupposti sostanziali di attivazione, sia con riferimento alla procedura e alle garanzie previste a tutela degli operatori. Un ancoraggio esplicito a tale disciplina generale contribuirebbe a rafforzare la certezza del diritto, la proporzionalità dell'intervento e la prevedibilità delle decisioni di vigilanza, preservando al contempo l'equilibrio istituzionale tra livello europeo e autorità nazionali.

4. Tecniche di gestione efficiente del portafoglio

Assogestioni condivide l'obiettivo della Commissione di rafforzare il *level playing field* attraverso l'eliminazione delle discrezionalità nazionali che consentano agli Stati membri di integrare o derogare alle disposizioni in materia di limiti di investimento. Tali margini di intervento, infatti, per loro natura possono determinare applicazioni divergenti della direttiva UCITS e favorire fenomeni di arbitraggio regolamentare, in contrasto con la logica di armonizzazione piena che caratterizza il regime UCITS.

Tuttavia, la proposta di riformulazione dell'articolo 51, paragrafo 2, relativa alle tecniche di gestione efficiente del portafoglio (EPM), volta ad allineare la terminologia della direttiva UCITS alla nozione di operazioni di finanziamento tramite titoli (SFT) di cui al Regolamento (UE) 2015/2365 (SFTR), rischia di restringere indebitamente la portata della nozione di EPM, escludendo l'utilizzo degli strumenti derivati per tale finalità, nonché altre potenziali tecniche di EPM che i mercati potrebbero sviluppare nel futuro.

Al riguardo si osserva che l'eventuale esclusione dei derivati dall'ambito dell'EPM – pur restando essi ammessi per altre finalità, quali la copertura o l'assunzione di esposizione – introdurrebbe evidenti incoerenze sistematiche e significative incertezze interpretative. I derivati, infatti, costituiscono strumenti ordinariamente impiegati per una gestione efficiente dei flussi finanziari e della liquidità (ad esempio, per finalità di cash management o di riduzione dei costi di transazione) e svolgono un ruolo rilevante anche nelle strutture Master-Feeder, considerato che l'articolo 58 della direttiva UCITS richiama espressamente l'articolo 51, paragrafo 2.

Una formulazione che circoscriva l'EPM alle sole SFT determinerebbe, pertanto, una compressione non giustificata dell'attuale perimetro applicativo della norma di Livello 1, alterando l'equilibrio sistematico tra strumenti utilizzabili e finalità perseguibili, nonché riducendo la neutralità tecnologica e operativa del quadro normativo europeo.

Assogestioni propone pertanto, in via prioritaria, di mantenere l'attuale formulazione dell'articolo 51, paragrafo 2, della direttiva UCITS evitando qualsiasi restringimento della nozione di gestione efficiente del portafoglio.

In alternativa, qualora si ritenesse opportuno procedere a un allineamento terminologico con la disciplina delle SFT, si richiede di modificare la proposta in modo da re-includere espressamente gli strumenti derivati tra quelli utilizzabili per finalità di gestione efficiente



del portafoglio, così da preservare un quadro di Livello 1 neutrale, completo e giuridicamente certo in materia di tecniche e strumenti impiegabili dagli OICVM.

5. Limiti di investimento degli OICVM

5.1 Limite di esposizione verso titoli di debito emessi da una singola entità. Assogestioni non condivide la proposta di modifica dell'articolo 56, paragrafo 2, della direttiva UCITS volta ad aumentare dall'attuale 10% al 15% il limite di esposizione verso titoli di debito emessi da una singola entità, limitatamente agli OICVM che investono in cartolarizzazioni conformi al Regolamento (UE) 2017/2402 (Regolamento cartolarizzazioni o SECR).

In continuità con la posizione già espressa nella risposta alla *Targeted Consultation on Integration of EU Capital Markets*, l'Associazione non ravvisa un'esigenza sistemica né una priorità regolamentare urgente che giustifichi un intervento in tal senso. Il limite vigente appare già idoneo a garantire un equilibrato bilanciamento tra tutela degli investitori, diversificazione del rischio e stabilità del mercato. Un suo innalzamento generalizzato, pur circoscritto alle cartolarizzazioni STS o conformi al quadro europeo, inciderebbe su uno dei presidi strutturali del regime UCITS senza che emergano evidenze di inefficienze tali da giustificare la revisione.

Tenuto tuttavia conto della proposta della Commissione e del più ampio dibattito in corso nell'ambito della revisione del Regolamento cartolarizzazioni, l'Associazione, in via subordinata e in un'ottica costruttiva, potrebbe valutare un incremento strettamente circoscritto fino al 15%, esclusivamente per investimenti in cartolarizzazioni emesse ai sensi del SECR da un singolo organismo per le quali è stato anche redatto un prospetto ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento prospetto).

Una simile soluzione, già di per sé significativa rispetto alla soglia attuale, introdurrebbe un margine di flessibilità mirato e condizionato a un elevato livello di trasparenza informativa, senza compromettere i principi cardine del regime UCITS in materia di protezione degli investitori, prevenzione delle concentrazioni e adeguata ripartizione dei rischi.

5.2 OICVM di nuova autorizzazione. In linea con gli obiettivi della Commissione di rafforzare l'efficienza e la competitività del mercato unico dei fondi e rimuovere ostacoli regolamentari non proporzionati rispetto ai benefici in termini di tutela degli investitori, Assogestioni invita la Commissione a considerare una modifica mirata dell'articolo 57, paragrafo 1, della direttiva UCITS.

Tale disposizione consente agli OICVM di nuova autorizzazione di derogare, per un periodo massimo di sei mesi, ai limiti di investimento di cui agli articoli 52-55, fermo restando il rispetto del principio di adeguata ripartizione dei rischi. L'attuale ancoraggio del termine alla data formale di autorizzazione non appare pienamente coerente con la *ratio* della norma, che è quella di consentire ai nuovi OICVM un periodo effettivamente utilizzabile per costruire progressivamente un portafoglio conforme ai limiti di diversificazione.

Nella prassi operativa, infatti, una parte significativa della finestra temporale viene assorbita da attività di natura pre-operativa – quali il completamento delle procedure di



ammissione, l'assegnazione dei codici ISIN, la finalizzazione dei contratti con i *service provider*, il set-up dei sistemi e dei controlli interni – durante le quali l'attività di investimento non è ancora avviata.

Al fine di rendere la disposizione maggiormente coerente con la sua finalità, senza attenuare il livello di tutela degli investitori né incidere sui presidi sostanziali di diversificazione, Assogestioni propone pertanto che il termine di sei mesi decorra dalla data di effettivo avvio dell'operatività del fondo.

6. Segnalazioni di vigilanza

Assogestioni ritiene strategico che l'Unione persegua una riforma organica delle segnalazioni di vigilanza coerente con gli obiettivi di semplificazione normativa e di rafforzamento della competitività del risparmio gestito europeo. L'attuale proliferazione di tracciati segnaletici e adempimenti non interoperabili genera duplicazioni informative, costi IT significativi e inefficienze operative, in particolare per gli operatori attivi su base *cross-border*. Secondo le stime di ESMA, esistono oggi oltre 100 modelli distinti di reporting, variabili in funzione della tipologia di fondo e della giurisdizione di riferimento: un assetto frammentato che contrasta con la logica di mercato unico e con l'obiettivo di convergenza di vigilanza.

In tale prospettiva, la priorità dovrebbe consistere nella costruzione di un assetto integrato, stabile e strutturalmente coordinato di raccolta dati per OICVM e FIA, idoneo ad abilitare il principio "*collect once, use many times*". Una simile riforma dovrebbe essere poi accompagnata dalla contestuale eliminazione degli obblighi di segnalazione duplicati verso le autorità nazionali. Ciò presuppone la definizione di un'infrastruttura centralizzata o quantomeno armonizzata, accompagnata da regole comuni in materia di governance dei dati, dizionario condiviso, standard tecnici e sistemi di validazione coerenti. Parallelamente, occorre massimizzare la riusabilità delle informazioni già disponibili attraverso altri canali regolamentari, evitando richieste ridondanti e sviluppi paralleli che aggravano i costi senza apportare benefici proporzionati in termini di qualità della supervisione.

Considerato che sono già in corso lavori di revisione di diversi *framework* segnaletici – non soltanto nel settore dei fondi – l'elemento decisivo diviene la realistica delle tempistiche previste dall'attuale quadro UCITSD/AIFMD. La sequenza oggi delineata (report ESMA entro aprile 2026 e successiva adozione di RTS/ITS entro aprile 2027) non appare compatibile con la progettazione e l'implementazione di un'architettura realmente integrata. Un simile obiettivo richiede infatti anche una convergenza giuridica e istituzionale tra reporting di vigilanza (ESMA e autorità nazionali competenti) e reporting statistico (BCE e banche centrali nazionali), ambiti che attualmente si fondano su basi normative, assetti di governance e infrastrutture tecnologiche separate.

Affinché il principio del riuso dei dati possa essere effettivamente realizzato, è necessario un intervento a livello di normativa primaria (*Level 1*) che consenta l'allineamento tra finalità di supervisione e finalità statistiche, promuovendo standard condivisi, validazioni comuni e – ove possibile – un canale unico di trasmissione delle informazioni.



Per tali ragioni, Assogestioni propone una modifica mirata del *Level 1 UCITSD/AIFMD* volta a rimuovere o rendere flessibile la *timeline* vincolante attualmente prevista per la riforma del reporting, così da consentire a ESMA e alle istituzioni europee di sviluppare un quadro integrato, coordinato e duraturo, capace di ridurre in modo strutturale costi e inefficienze senza compromettere l'efficacia della vigilanza.

7. Passaporto dei fondi

Le modifiche proposte dal MISP in materia di passaporto per la commercializzazione dei fondi (sia UCITS che FIA) appaiono complessivamente idonee a conseguire significative semplificazioni operative. In particolare, il ruolo accentrato attribuito alla piattaforma dati gestita da ESMA e il progressivo superamento dei meccanismi di interlocuzione bilaterale tra autorità dello Stato membro d'origine e autorità dello Stato membro ospitante rappresentano elementi potenzialmente in grado di ridurre la frammentazione procedurale e di aumentare l'efficienza dei processi di notifica, de-notifica e aggiornamento delle informazioni relative ai fondi commercializzati su base transfrontaliera.

Fermo restando quanto precede, con riferimento alla necessaria chiarezza nella ripartizione delle competenze tra autorità *home* e *host*, dovrebbe altresì essere espressamente confermato il potere dell'autorità dello Stato membro ospitante di contattare direttamente i gestori operanti in regime di passaporto per profili attinenti alle comunicazioni di marketing diffuse nel proprio territorio. In tale ambito, infatti, il principio di prossimità rappresenta il criterio più idoneo a garantire interlocuzioni rapide ed efficaci, assicurando ai gestori risposte tempestive e coerenti con le specificità del contesto nazionale di riferimento. Una soluzione diversa rischierebbe di introdurre inutili passaggi intermedi, con possibili rallentamenti operativi e incertezze applicative.

Sotto altro profilo, tenuto conto del diverso assetto che l'attività di vigilanza assumerebbe rispetto alla commercializzazione cross-border, andrebbe attentamente valutato il rischio che le commissioni che ESMA dovrebbe imporre alle società di gestione ai sensi dell'articolo 17i del CBDFR si traducano in una duplicazione rispetto alle commissioni richieste dalle autorità nazionali competenti, sia nello Stato membro d'origine sia nello Stato membro ospitante. Tale rischio dovrebbe essere espressamente affrontato nel CBDFR sulla base del principio secondo cui, alla luce della nuova ripartizione dei compiti tra ESMA e autorità nazionali, ciascuna attività di vigilanza e ciascun servizio amministrativo connesso al passaporto dovrebbe essere oggetto di addebito una sola volta, evitando duplicazioni di costi a carico dei gestori e degli investitori finali. In questa prospettiva anche la remunerazione di ESMA per la gestione della piattaforma potrebbe essere gestita in continuità con l'attuale sistema di finanziamento dell'Autorità europea (cioè sulla base di retrocessioni delle Autorità nazionali). Un allineamento coerente tra centralizzazione delle procedure e struttura dei costi rappresenta infatti una condizione rilevante affinché gli obiettivi di semplificazione e integrazione del mercato unico perseguiti dal pacchetto possano tradursi in benefici concreti per l'industria e per gli investitori.

8. Passaporto del depositario



Assogestioni non è, in linea di principio, contraria all'introduzione di un passaporto europeo per il depositario, trattandosi di un'evoluzione coerente con la logica del mercato unico e con l'obiettivo di rafforzare l'integrazione del settore del risparmio gestito. La possibilità per i gestori di nominare un depositario (autorizzato come ente creditizio o impresa di investimento) stabilito in uno Stato membro diverso da quello in cui è istituito il fondo potrebbe infatti favorire una maggiore concorrenza, una razionalizzazione dei costi e una più efficiente allocazione delle risorse, in particolare nei mercati di dimensioni ridotte o caratterizzati da un numero limitato di operatori.

Tuttavia, l'introduzione del passaporto del depositario dovrebbe essere accompagnata da un adeguato livello di armonizzazione sia dei requisiti per l'autorizzazione degli enti creditizi o delle imprese di investimento allo svolgimento delle funzioni di depositario, sia delle modalità di esercizio della vigilanza, al fine di garantire un livello di tutela degli investitori pienamente equivalente in tutti gli Stati membri.

In assenza di un quadro chiaro e armonizzato sotto tali profili, il rischio sarebbe quello di generare incertezza giuridica, duplicazioni di vigilanza o, al contrario, vuoti di supervisione e arbitraggi tra i diversi ordinamenti nazionali. Solo in presenza di tali condizioni il passaporto del depositario potrà rappresentare un reale fattore di integrazione del mercato, evitando di compromettere la stabilità del sistema e la tutela degli investitori.

9. Altri profili

9.1 Consegna e messa a disposizione della documentazione informativa sugli OICR in formato elettronico. La riforma non contempla alcuna "modernizzazione" delle modalità di messa a disposizione e consegna dei documenti relativi agli OICR nonché delle modalità di comunicazione con gli investitori, che potrebbe essere realizzata prevedendo l'utilizzo del formato elettronico quale modalità predefinita, salvo espressa richiesta dell'investitore per il formato cartaceo.

Numerose disposizioni europee in materia di commercializzazione degli OICR non prevedono il formato elettronico come regola di *default*, richiedendo normalmente la messa a disposizione dei documenti su "supporto durevole", che comprende tuttavia anche il formato cartaceo. Tali previsioni appaiono ormai poco coerenti con l'attuale contesto tecnologico e con le prassi consolidate nei rapporti tra intermediari e investitori.

L'adozione sistematica della modalità elettronica (salvo richiesta espressa degli investitori al dettaglio di ottenere copia cartacea) consentirebbe di semplificare i processi di distribuzione, ridurre gli oneri operativi a carico degli intermediari e favorire una più agevole fruizione delle informazioni da parte degli investitori, senza pregiudicare i livelli di trasparenza e tutela. A tale riguardo, un precedente significativo è rappresentato dalla Direttiva (UE) 2021/338 ("Quick Fix MiFID II"), che ha introdotto il formato elettronico come modalità predefinita per la messa a disposizione di documenti ai clienti, ai sensi della MiFID II. Tale intervento ha semplificato la generazione e la trasmissione delle informazioni, facilitando l'utilizzo di canali digitali per tutte le categorie di clienti, senza incidere negativamente sui presidi di protezione. Un analogo adeguamento nel settore della gestione collettiva del risparmio consentirebbe di armonizzare gli standard informativi con quelli già previsti per i servizi di investimento, rafforzando la coerenza dell'ordinamento e



favorendo la digitalizzazione dell'intero comparto, in linea con gli obiettivi di innovazione e semplificazione perseguiti a livello europeo.

9.2 Riconoscimento degli e-money token come asset di regolamento. Appare prioritario un chiarimento espresso da parte della Commissione europea – eventualmente anche mediante mandato all'ESMA per l'adozione di Orientamenti o Q&A – circa la possibilità per i fondi UCITS di detenere e-money token (EMT) in via accessoria e nella misura strettamente necessaria al regolamento delle operazioni.

In altre giurisdizioni europee si registrano già sviluppi in tal senso: la FCA, nel documento CP25/28 "Progressing Fund Tokenisation" di ottobre 2025, ha prospettato la detenzione di EMT per finalità di settlement nei fondi UCITS tokenizzati; la CSSF, il 17 febbraio 2026, ha riconosciuto la possibilità per i fondi UCITS di detenere EMT in via accessoria per svolgere operazioni di sottoscrizione e rimborso, entro il limite del 20% delle attività nette (salvo deroghe motivate) e con obbligo procedere non appena possibile alla conversione in depositi bancari a vista o all'investimento in attivi ammissibili (FAQ LAW of 17 December 2010 – Version 23).

In assenza di un chiarimento a livello dell'Unione, permane un'incertezza suscettibile di generare frammentazione applicativa, in un contesto nel quale gli EMT assumono un ruolo crescente quali strumenti di regolamento per sottoscrizioni, rimborsi e operazioni su strumenti finanziari tokenizzati.

Sotto il profilo normativo, l'ESMA ha riconosciuto, nel Final Report sulla revisione della UCITS Eligible Assets Directive, che una valutazione caso per caso può consentire l'ammissibilità di talune crypto-attività ove siano rispettati tutti i requisiti della direttiva; inoltre, il DLT Pilot Regime prevede espressamente l'utilizzo di EMT quale mezzo di regolamento su infrastrutture DLT.

Le caratteristiche degli EMT – rimborsabilità al valore nominale, pronta liquidabilità, vigilanza prudenziale dell'emittente e segregazione delle riserve – risultano coerenti con i principi UCITS in materia di liquidità e tutela degli investitori. Si ritiene pertanto opportuno un chiarimento esplicito che ne consenta l'utilizzo in via accessoria per finalità di regolamento, ferma restando la possibilità di un successivo intervento di livello primario volto a garantire certezza giuridica e armonizzazione.