



**Audizione Congiunta
presso**

**2a Commissione (Giustizia) e 6a Commissione (Finanze e Tesoro)
Senato della Repubblica
II Commissione (Giustizia) e VI Commissione (Finanze)
Camera dei Deputati**

Roma, 27 novembre 2025

**Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui
all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica
delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico
di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni
in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la
modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior
coordinamento
(Atto Governo n. 331)**

Assogestioni



2a Commissione (Giustizia) e 6a Commissione (Finanze e Tesoro)
Senato della Repubblica
II Commissione (Giustizia) e VI Commissione (Finanze)
Camera dei deputati

Audizione Assogestioni
Roma, 27 novembre 2025

Assogestioni ringrazia le Commissioni Giustizia e Finanze del Senato della Repubblica e della Camera dei Deputati per l'opportunità di rappresentare il proprio punto di vista in ordine allo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento (Atto Governo n. 331).

La nostra Associazione rappresenta tutti i principali operatori, italiani ed esteri, attivi nel nostro Paese e specializzati nella gestione di fondi comuni di investimento aperti e chiusi, fondi pensione aperti e negoziali, nonché gestioni di portafoglio, per un patrimonio complessivo che, dalle ultime rilevazioni, ha raggiunto i 2.600 miliardi di euro.

Assogestioni apprezza l'impegno del Governo, anche a seguito dell'approvazione e dell'entrata in vigore della Legge Capitali, nel procedere a una revisione organica del Testo Unico della Finanza. In questa sede, l'Associazione intende rappresentare il proprio punto di vista su alcuni profili di maggiore interesse per le società di gestione del risparmio nella loro qualità di gestori di attivi e di investitori istituzionali.

Lo schema di d.lgs. introduce una sostanziale revisione di alcune disposizioni contenute nel TUF nonché modifiche alle disposizioni del Codice civile in materia di società di capitali, che si applicano anche agli emittenti italiani quotati. Introduce altresì importanti modifiche alla disciplina sulla gestione collettiva del risparmio.

L'Associazione condivide l'obiettivo generale della riforma, che appare essere quello di favorire la crescita economica, attraverso la facilitazione dell'accesso delle imprese al finanziamento e un migliore accesso al mercato dei capitali, la semplificazione del quadro normativo applicabile agli emittenti e agli intermediari e la razionalizzazione della regolamentazione dei mercati finanziari, anche attraverso l'eliminazione di alcune pratiche di *gold plating*.

Dal complesso delle disposizioni interessate dalle proposte di modifica sembrano emergere due principali filoni di intervento, da un lato misure per aumentare



l'attrattività del mercato dei capitali e rafforzare il risparmio gestito quale vettore di capitale-rischio, dall'altro misure che toccano il ruolo dell'azionariato con approccio di *stewardship*. Lo schema di d.lgs. introduce anche strumenti e veicoli che sembrano essere pensati per facilitare flussi di investimento alternativi nel mercato italiano, con l'intento di rafforzare il sostegno all'economia reale e al *private equity* e *venture capital*. Sul versante della vigilanza, la riforma prevede un riassetto delle competenze tra CONSOB e Banca d'Italia e l'introduzione di regimi semplificati per gestori di dimensioni ridotte o sottosoglia, nell'intenzione di accrescere efficienza ed economia regolamentare.

Parte I - Con riguardo al pacchetto di norme in tema di disciplina di *governance* degli emittenti e semplificazioni in materia di disciplina dei mercati, Assogestioni ritiene importante segnalare alcuni aspetti in particolare.

I.1 Tutela delle minoranze azionarie - L'Associazione ritiene fondamentale ribadire, prima di tutto, **l'importanza della tutela degli azionisti e, in particolare, di quelli di minoranza** nonché ritiene essenziale ricordare che la tutela degli azionisti di minoranza - che rappresentano il mondo degli investitori istituzionali - è un fattore abilitante per l'attrattività e lo sviluppo del mercato dei capitali italiano, anche alla luce delle dimensioni medie delle società italiane e dei relativi fabbisogni di capitalizzazione. La presenza attiva degli investitori nel capitale e nella *governance* contribuisce alla qualità dei processi decisionali, alla trasparenza e alla fiducia degli operatori, elementi indispensabili, tra gli altri, per convogliare il risparmio verso l'economia reale.

Un assetto che assicuri chiarezza delle regole, diritti effettivi alle minoranze e un equilibrato grado di contendibilità del controllo favorisce valutazioni più efficienti e un costo del capitale più competitivo. Le prassi di mercato mostrano come strumenti con pieni diritti di voto e società con assetti di *governance* contendibili tendano a esprimere multipli più elevati rispetto a strumenti con voto differenziato o a strutture che limitano significativamente la partecipazione degli azionisti. In questo senso, la qualità della *governance* non è un vincolo ma una leva per la creazione di valore.

Gli investitori istituzionali sono chiamati a svolgere un ruolo di *stewardship*: a monitorare le società in cui investono, a ingaggiarle in un dialogo informato e a votare in modo consapevole. A tal fine, **appare necessario un quadro normativo chiaro, proporzionato e bilanciato, che salvaguardi i diritti e preservi l'equilibrio dei ruoli tra proprietà, management e azionisti** e che metta, quindi, gli investitori nelle condizioni di poter esercitare responsabilmente tali funzioni e sostiene la competitività del mercato in cui investono.

È in questa prospettiva che la tutela degli investitori istituzionali si pone come componente fondante di un mercato dei capitali dinamico e inclusivo: rafforza la fiducia, riduce i conflitti di agenzia e contribuisce alla valorizzazione delle imprese, in piena coerenza con gli obiettivi generali che il governo ha inteso perseguire con la riforma del TUF.



Lo schema di d.lgs. in esame, a prima lettura, sembra rappresentare un importante esperimento volto a cercare un punto di equilibrio, un compromesso, tra libertà imprenditoriale dei fondatori/azionisti di controllo e ruolo e responsabilità fiduciaria dei gestori di portafoglio, azionisti di minoranza. Una serie di misure introdotte sembrerebbe intesa ad assicurare maggiore flessibilità e responsabilità di scelta a carico degli imprenditori che si quotano in borsa. Ciò appare essere in linea con quanto Assogestioni ha sempre sostenuto, ossia che le società, qualora desiderino adottare un determinato modello di *governance*, dovrebbero farlo in modo trasparente e chiaro, al momento dell'IPO, quando gli investitori possono valutare preventivamente il merito di qualsiasi investimento e possono agire pertanto sulla base del loro dovere fiduciario nell'interesse dei clienti.

Gli investitori che Assogestioni rappresenta, tuttavia, ritengono che **misure di questo tipo, che rendono maggiormente flessibili i requisiti di *governance* a potenziale discapito degli azionisti di minoranza, abbiano un prezzo**, variabile e crescente a seconda delle circostanze, soprattutto qualora vengano penalizzate esclusivamente le minoranze e comportino elevati costi di ricerca e analisi per poter essere valutate caso per caso.

I.2 Disciplina di favore per neo-quotate e PMI - Nel solco del lungo percorso per la costituzione della *Capital Markets Union* e, oggi, in linea con il progetto delineato dalla *Savings and Investments Union Communication*, lo schema di riforma del TUF introduce un pacchetto di misure semplificative e regimi speciali volti a rendere più attrattivo il ricorso alla quotazione e a facilitare l'accesso alla finanza pubblica da parte delle PMI.

Le società che si affacciano per la prima volta sul mercato regolamentato potranno, secondo lo schema di d.lgs., beneficiare di deroghe temporanee e semplificazioni normative nei primi esercizi successivi alla quotazione. Lo schema di d.lgs. introduce analogo regime semplificato non solo per tutte le società di nuova quotazione ma, transitoriamente, anche per le PMI già quotate, previo *whitewash* in favore delle minoranze azionarie. In particolare, le società potranno:

- i) decidere di non applicare il voto di lista con riserva dei posti alle minoranze per la nomina del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale;
- ii) utilizzare maggioranze statutarie semplificate anche per materie normalmente riservate alla maggioranza qualificata;
- iii) disapplicare le cause inderogabili di recesso previste dal c.c.;
- iv) seguire un regime semplificato per le operazioni con parti correlate.

Appare subito evidente come la nuova disciplina sia orientata, condivisibilmente, a favorire l'accesso delle imprese italiane al mercato dei capitali – riducendo le barriere regolamentari e culturali alla quotazione nonché gli adempimenti iniziali, per ridurre gli oneri da sostenere – e a consolidare un ecosistema finanziario più proporzionato e flessibile. Altrettanto evidente, tuttavia, appare anche una serie di **rischi** sottesi



alla riduzione delle tutele e dei presìdi di trasparenza degli azionisti di minoranza. Un utilizzo distorsivo delle prerogative derivanti da un regime di favore potrebbe, infatti, intaccare l'equilibrato sistema che tanto contribuisce alla prosperità delle relazioni tra gli operatori e si pone alla base della fiducia nei mercati.

Pertanto, l'Associazione ritiene importante che il nuovo regime di favore per le società neo-quotate sia integrato con un **sistema di presìdi aggiuntivi** che possano ribilanciare il sistema complessivo, quali:

i) la previsione di **meccanismi di whitewash** in favore delle minoranze azionarie per valutare periodicamente – al termine di un **sunset period** dalla quotazione predefinito (idealmente, di tre o sei anni) – l'utilità o meno di mantenere il regime semplificato e ribilanciare, così, la diluizione delle tutele degli azionisti di minoranza;

ii) **l'introduzione di limiti dimensionali alla possibilità di accedere al regime semplificato, connessi ai criteri che qualificano le PMI** e ispirati al regime di proporzionalità, considerando che gli oneri organizzativi e di *compliance* connessi alla quotazione incidono maggiormente sulle società di piccole e medie dimensioni. Diversamente, le grandi società, che già dispongono di una complessa organizzazione interna e hanno già in piedi processi consolidati, godrebbero solo di un beneficio marginale rischiando al tempo stesso una distorsione competitiva e un eccessivo indebolimento della protezione degli azionisti. Si potrebbe pertanto prevedere un meccanismo di decadenza al superamento delle soglie, al fine di indirizzare le misure di flessibilità previste dallo schema di d.lgs. verso la fascia di mercato in cui l'impatto può essere più ampio senza alterare qualità della *governance* e fiducia nel mercato;

iii) poiché risulta prevista la possibilità che siano introdotte modifiche statutarie che esentano **anche successivamente alla quotazione**, la previsione **che siano sempre utilizzati i meccanismi di whitewash in favore delle minoranze azionarie** quale bilanciamento ogniqualvolta le decisioni assunte vadano a ridurre i diritti.

In aggiunta, l'Associazione ritiene altresì opportuno prevedere alcuni **affinamenti della disciplina semplificata** al fine di garantire le prerogative riconosciute agli azionisti di minoranza volte a consentirgli di partecipare alla *governance* dell'emittente:

i) si dovrebbe, in primo luogo, **mantenere il diritto di recesso ex art. 2437 c. 1 del c.c.** per tutte le società che optino per il regime di favore – mentre nello schema di d.lgs. è prevista la possibilità di derogarlo – al fine di consentire agli azionisti di potersi vedere riconosciuta una tutela di estrema *ratio*; ciò in considerazione del fatto che la disciplina di favore prevista introduce molte flessibilità statutarie, tra cui la possibilità di derogare al voto di lista con riserva di posti alle minoranze e la possibilità di adottare modifiche statutarie e avviare operazioni con parti correlate senza maggioranze rafforzate, con effetti sugli equilibri tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, e onde preservare la fiducia degli investitori;



ii) si dovrebbe, inoltre, **mantenere in capo a Consob** (e non rimessa alla sola potestà statutaria) **la facoltà di determinare i *quorum* necessari per la presentazione delle candidature al consiglio di amministrazione, mantenendo al tempo stesso la previsione secondo cui la soglia da applicare sia quella minore tra le due;**

iii) andrebbe, infine, chiarito che, **per la nomina dell'organo di controllo, trova applicazione la disciplina del voto di lista** con riserva di posti alle minoranze prevista per le società quotate (inclusi i relativi *quorum* di presentazione), restando ferma la possibilità, già contemplata dallo schema di d.lgs., di procedere alla votazione dei singoli candidati.

Le soluzioni prospettate intendono meramente mitigare il regime differenziato che, al fine di rendere più attrattivo il mercato dei capitali, tende a rafforzare le prerogative degli azionisti di controllo (*founder* e imprenditori) rischiando però, al tempo stesso, di compromettere la possibilità per gli azionisti di minoranza di esercitare efficacemente i propri diritti di *voice* e quindi disincentivano investitori istituzionali italiani ed esteri ad aumentare la loro presenza nel mercato dei capitali italiano.

I.3 Proposte di delibera sui punti all'ordine del giorno - Nel quadro degli interventi previsti dallo schema di d.lgs. volti a rafforzare la chiarezza e l'efficacia dei processi assembleari, l'Associazione valuta con favore la previsione di un termine preventivo per la presentazione delle proposte di delibera, unitamente all'eliminazione della possibilità di proporle individualmente nel corso della stessa assemblea. Tale disciplina, infatti, va nella direzione di una maggiore trasparenza e prevedibilità del confronto assembleare, elementi imprescindibili per gli investitori istituzionali, i quali sono chiamati a operare secondo rigorose procedure interne e nel rispetto della responsabilità fiduciaria verso i propri clienti. Diversamente, se le proposte vengono avanzate direttamente nel corso dell'assemblea, senza previa pubblicità né analisi, è impraticabile un esercizio consapevole del diritto di voto da parte degli investitori e il voto rischia di essere rimesso esclusivamente ai soci presenti che non siano vincolati da analoghi livelli di *accountability*, escludendo di fatto i soggetti che operano secondo logiche di gestione responsabile e documentata. Si tratta, quindi, di un intervento normativo che, pur agendo su aspetti procedurali, ha un impatto rilevante sul piano sostanziale, poiché contribuisce ad assicurare che le scelte assembleari si formino sulla base di una piena e tempestiva informazione, tutelando l'effettiva partecipazione di tutti gli azionisti, inclusi quelli che, per mandato, si interfacciano con il mercato in maniera istituzionalizzata.

Con riferimento, invece, alla soglia di capitale richiesta **per la presentazione delle proposte**, l'Associazione ritiene opportuno formulare una proposta di affinamento tecnico del testo, in particolare per quanto concerne le candidature necessarie all'integrazione degli organi sociali in caso di cessazione anticipata di un componente. In tali ipotesi - ove si tratti, ad esempio, di sostituire un amministratore espresso da una lista di minoranza - si riterrebbe **equilibrato prevedere che la soglia richiesta sia pari alla minore tra quella ordinariamente prevista per le proposte di**



deliberazione (2,5%) e quella stabilita da CONSOB per la presentazione delle liste.

Una tale impostazione preserverebbe la possibilità, per gli investitori istituzionali, di concorrere effettivamente alla composizione degli organi, evitando che le eventuali vacanze si traducano in una compressione della rappresentanza delle minoranze. Ciò appare particolarmente rilevante nei casi di società a elevata capitalizzazione, dove la frammentazione della compagine azionaria rende notoriamente più complessa l'aggregazione di quote, pur in presenza di una visione condivisa tra investitori.

In definitiva, tali misure – se adeguatamente calibrate – possono rappresentare un utile strumento per coniugare l'efficienza operativa con l'inclusività del processo decisionale, favorendo una *governance* più solida, partecipata e allineata agli *standard* internazionali.

I.4 Voto sulla politica di remunerazione - Nel contesto della proposta di riforma del TUF è prevista una misura volta a introdurre, in deroga all'impianto attuale, un meccanismo di *opt-out* che consenta alle società di assoggettare la politica di remunerazione degli organi sociali a un voto meramente consultivo.

Sul punto, l'industria del risparmio gestito intende esprimere una riflessione di principio sul ruolo del voto degli azionisti in materia di remunerazione degli organi societari. Si tratta, infatti, di uno strumento preventivo attraverso il quale gli azionisti possono esprimersi, potendo contribuire a definire rischio, orizzonte temporale e obiettivi finanziari e di sostenibilità delle società. Inoltre, prevedere la clausola di *opt-out* introdurrebbe una eterogeneità di approcci tra le diverse società che rischia di ridurre il grado di comparabilità e la qualità delle *policy*. Il voto consultivo *ex post* sui compensi corrisposti resta, senz'altro, un complemento utile in termini di trasparenza e rendicontazione, ma non può surrogare la funzione *ex ante* della *policy* vincolante.

In tal senso, l'Associazione si esprime in favore del **mantenimento del principio di vincolatività del voto sulla politica di remunerazione**, in quanto misura coerente con una visione moderna e responsabile del ruolo dell'azionariato attivo. La disciplina vigente, che recepisce in maniera rafforzata la Direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive II*), rappresenta un presidio di equilibrio tra i poteri dell'assemblea e la discrezionalità gestoria nonché un elemento qualificante del modello italiano di *governance*, in quanto costituisce una leva fondamentale per rafforzare la responsabilità del *board* nei confronti degli azionisti, promuovendo comportamenti gestionali orientati alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo, e risponde a un principio di *accountability* che valorizza il ruolo degli investitori istituzionali nella supervisione delle pratiche retributive, anche in coerenza con i doveri fiduciari nei confronti dei sottoscrittori.

I.5 Disciplina delle offerte pubbliche di acquisto - Lo schema di d.lgs. interviene anche sulla parte delle offerte pubbliche di acquisto (OPA), la cui attuale disciplina riflette le opzioni esercitate dal legislatore nazionale nell'attuazione della Direttiva 2004/25/CE, valorizzando gli spazi di discrezionalità concessi a livello europeo. In tale



contesto, si comprende l'intento del Governo di procedere a un intervento di razionalizzazione normativa, volto a una maggiore chiarezza e semplificazione del quadro regolatorio.

Tuttavia, Assogestioni ritiene utile sottolineare, con spirito costruttivo, come tale importante occasione di revisione del TUF possa rappresentare anche un'opportunità per affrontare criticità emerse nella prassi applicativa di questi anni, che hanno generato effetti distorsivi a scapito dell'equità e della protezione degli investitori, in particolare di quelli istituzionali. Negli ultimi anni si è infatti assistito a un crescente ricorso a operazioni formalmente riconducibili a OPA ma che, nella sostanza, erano volte al *delisting* della società *target*, senza finalità reali di acquisizione del controllo, determinando un significativo sbilanciamento nella tutela delle minoranze. Si è assistito, per esempio, a formulazione di offerte a valori inferiori rispetto a quelli di IPO, anche in contesti di *performance* azionarie positive; a episodi di utilizzo del voto multiplo in chiave negoziale per favorire l'adesione all'offerta; nonché a occasioni di ricorso a fusioni per incorporazione in società non quotate quale meccanismo alternativo al *delisting*, spesso preannunciato già nella documentazione d'offerta.

Pur valendo, per gli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della delibera, la possibilità di esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437-*quinquies* del c.c., il valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso sarebbe comunque determinato ai sensi dell'articolo 2437-*ter*, comma 3, del c.c., per cui il valore di liquidazione delle azioni potrebbe differire anche molto dal corrispettivo dell'offerta ed essere anche inferiore. Queste prassi stanno generando un effetto di pressione indiretta sugli investitori, i quali si trovano di fronte al rischio di detenere azioni in società non più negoziate su mercati regolamentati, con impatti rilevanti sia sul piano della liquidabilità dell'investimento sia sulla compatibilità con le regole prudenziali e le strategie di portafoglio degli investitori istituzionali.

Alla luce di queste considerazioni, Assogestioni intende cogliere questa occasione per proporre una riflessione su **possibili correttivi normativi che**, nel rispetto dell'equilibrio tra libertà di iniziativa economica e tutela degli investitori, **rafforzino la protezione delle minoranze nei casi di OPA totalitarie seguite da operazioni straordinarie finalizzate all'uscita dal mercato**. In particolare, si suggerisce di valutare:

- i) l'introduzione di una **soglia qualificata per l'approvazione di qualunque delibera che**, anche indirettamente, **possa comportare la revoca dalla quotazione**, sul modello di quanto già previsto per l'EGM e **la sterilizzazione del diritto di voto associato ad azioni a voto multiplo**, in coerenza con il principio "una azione, un voto", al fine di bilanciare la flessibilità societaria con adeguate garanzie per il mercato;
- ii) **l'estensione del diritto di recesso** ex art. 2437-*quinquies* c.c. anche agli azionisti di società con titoli negoziati su mercati non regolamentati;
- iii) **l'adeguamento del valore di liquidazione** in caso di recesso successivo a un'OPA totalitaria, prevedendo che tale valore coincida con il corrispettivo dell'offerta.



I.6 Downlisting

L'industria del risparmio gestito intende sottoporre all'attenzione del legislatore anche l'opportunità di affrontare in modo organico il tema del passaggio di una società da un mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione (cd. *downlisting*), alla luce delle implicazioni che tale transizione comporta in termini di tutela degli investitori di minoranza e di equilibrio tra l'autonomia strategica delle imprese e la salvaguardia dell'integrità del mercato.

Pur riconoscendo il legittimo interesse delle società quotate ad adeguare la propria strategia di presenza sui mercati in coerenza con l'evoluzione del contesto economico e finanziario, si ritiene fondamentale che l'esercizio di tale facoltà avvenga nel rispetto di principi chiari di trasparenza, correttezza e parità di trattamento tra gli azionisti. Tali principi, già posti a fondamento delle operazioni di *delisting*, dovrebbero trovare applicazione anche nei casi di *downlisting*, trattandosi di scelte che incidono significativamente sul regime informativo, sulla *governance* societaria e sul perimetro delle tutele riconosciute agli investitori.

In tale prospettiva, l'Associazione auspica l'introduzione di un impianto regolamentare che assicuri, **in caso di *downlisting*, la previsione di adeguati presidi di garanzia**, tra cui:

- i) **l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea straordinaria con una soglia qualificata**, pari almeno al 90% del capitale presente, al fine di garantire un ampio consenso e prevenire decisioni adottate da maggioranze ristrette, ma con effetti strutturali sui diritti degli azionisti;
- ii) **la sospensione del diritto di voto associato a strumenti a voto multiplo**, in coerenza con il principio "una azione, un voto", particolarmente rilevante nelle operazioni che comportano un mutamento del mercato di quotazione e, di conseguenza, della disciplina applicabile in termini di *governance* e trasparenza.

In assenza di un adeguato quadro di riferimento, il *downlisting* rischia di rappresentare un *vulnus* al principio di equità tra gli azionisti, traducendosi in una sostanziale compressione delle tutele riconosciute agli investitori, senza le contropartite normalmente previste per le operazioni di uscita dal mercato regolamentato.

Parte II – Modifiche alla disciplina del TUF sugli Intermediari Finanziari

Assogestioni accoglie favorevolmente l'impostazione complessiva dello schema di d.lgs., che riconosce la **gestione collettiva del risparmio come settore strategico per canalizzare risorse verso l'economia reale**, sostenere l'innovazione e rafforzare la competitività del mercato dei capitali italiano. L'intervento legislativo si pone in continuità con la visione condivisa dall'Associazione nell'ambito della Task Force "Finanza per la Crescita 2.0", i cui esiti — confluiti nel Libro Verde La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita (MEF, 2022) — hanno evidenziato



la necessità di un quadro normativo più proporzionato, efficiente e coerente con l'evoluzione dei mercati e con le esigenze dell'industria del risparmio gestito.

II.1 Sull'introduzione di ulteriori modalità di rimborso dei FIA italiani chiusi riservati - L'Associazione accoglie con particolare favore l'introduzione di ulteriori ipotesi di rimborso "su iniziativa del gestore" per i FIA italiani chiusi riservati. Si tratta di un intervento significativo, promosso dall'Associazione, che supera le rigidità del quadro vigente e consente di rispondere in modo più efficiente a eventuali esigenze di liquidità intermedia degli investitori, valorizzando al contempo una gestione più flessibile e calibrata della liquidità dei fondi.

Da tempo Assogestioni sostiene la necessità di rendere tali strumenti più competitivi e allineati alle pratiche di mercato, introducendo meccanismi di rimborso aggiuntivi rispetto a quelli attualmente disponibili. La partecipazione a fondi che investono prevalentemente in attività illiquide rappresenta, per investitori con orizzonti di lungo periodo e adeguata consapevolezza dei rischi, un'opportunità rilevante di diversificazione e di creazione di valore sostenibile nel tempo. Pur caratterizzati da una minore liquidità immediata, questi strumenti consentono infatti di conseguire rendimenti più stabili e di contribuire allo sviluppo di settori produttivi ad alta intensità di capitale, con ricadute positive per l'economia reale.

In tale contesto, le modifiche introdotte appaiono correttamente finalizzate a intercettare le esigenze di liquidità anticipata degli investitori attraverso soluzioni che preservano la stabilità complessiva del fondo e non generano pressioni eccessive sulla gestione del rischio di liquidità, scongiurando effetti distorsivi sul valore degli attivi sottostanti.

Particolarmente equilibrata risulta la scelta di ancorare le nuove modalità di rimborso all'iniziativa del gestore: ciò consente di coniugare flessibilità e tutela dell'interesse collettivo, evitando che richieste esterne possano determinare disinvestimenti accelerati o non ottimali, con potenziali ripercussioni sulle condizioni di realizzo e sulla *performance* complessiva dell'OICR.

II.2 Sul "pieno" riconoscimento degli enti previdenziali privatizzati tra i clienti professionali di diritto - Esprimiamo inoltre apprezzamento per l'inserimento - anch'esso proposto dall'Associazione - degli enti previdenziali privatizzati tra i clienti professionali di diritto. Si tratta di un adeguamento importante, che recepisce una realtà già consolidata in altri ordinamenti e supera passaggi procedurali privi di effettivo valore aggiunto sotto il profilo della tutela degli investitori.

L'attività di investimento degli enti previdenziali privatizzati è, infatti, svolta attraverso strutture interne altamente specializzate, operative su base continuativa e dotate di processi, competenze e sistemi di controllo analoghi a quelli degli investitori istituzionali già riconosciuti come professionali di diritto.

Negli ultimi anni tali enti hanno inoltre incrementato in misura significativa gli investimenti in *asset* alternativi - in particolare infrastrutture, *private equity* e *private debt* - svolgendo un ruolo essenziale nel canalizzare risorse verso l'economia reale e



nel sostenere la crescita del tessuto produttivo nazionale. Il riconoscimento legislativo della loro qualificazione come clienti professionali di diritto si colloca quindi in piena coerenza con gli obiettivi di ampliare la platea degli investitori istituzionali, favorire una più efficiente allocazione del capitale e rafforzare la capacità del sistema finanziario di sostenere lo sviluppo di lungo periodo del Paese.

II.3 Sulle semplificazioni procedurali – Assogestioni valuta positivamente le misure di semplificazione introdotte dallo schema di d.lgs., in particolare la riduzione dei pareri incrociati tra Banca d'Italia e Consob, intervento richiesto dall'Associazione e volto a rendere più snelli, trasparenti e prevedibili i procedimenti amministrativi.

A tal riguardo Assogestioni ritiene tuttavia opportuno completare il processo di semplificazione eliminando altresì l'ipotesi di "intesa" tra Banca d'Italia e Consob prevista dall'articolo 43, comma 5, del TUF ai fini della commercializzazione dei FIA riservati. Una duplice competenza su questo specifico profilo non trova un'adeguata giustificazione sistematica e rischia di introdurre sovrapposizioni, rallentamenti e incertezze nel processo di notifica. Non risultano, infatti, facilmente individuabili le ragioni operative per cui sarebbe necessario il raggiungimento di un'intesa con la Banca d'Italia, anche considerando che i regolamenti dei FIA italiani riservati e le relative modifiche non sono soggetti a preventiva autorizzazione da parte della stessa Autorità. Il mantenimento di tale meccanismo appare dunque in potenziale contrasto con la logica di razionalizzazione perseguita dalla riforma e potrebbe incidere negativamente sull'efficienza complessiva dei procedimenti.

Sotto altro profilo, l'Associazione accoglie con favore il rafforzamento dei regimi applicabili agli OICR societari in gestione interna ed esterna, con una più nitida definizione delle responsabilità degli operatori coinvolti e delle modalità di esercizio della vigilanza. Positiva è anche la razionalizzazione del regime patrimoniale di fondi, SICAV e SICAF, favorita da una più puntuale specificazione del "patrimonio generale", che si conferma quale presidio primario a fronte delle obbligazioni connesse allo svolgimento delle attività dell'OICR nel suo complesso.

Merita altresì apprezzamento la revisione della disciplina delle crisi degli intermediari prevista dal TUF, orientata a rendere le procedure più rapide, efficaci e proporzionate, rafforzando al contempo la tutela degli investitori e la stabilità complessiva del sistema finanziario.

II.4 Sulla promozione dell'educazione finanziaria e dello sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati come elementi caratterizzanti la vigilanza - Si condivide pienamente l'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza, in quanto idonea a fornire alle Autorità strumenti ulteriori per accrescere la consapevolezza dei cittadini in materia finanziaria e, al contempo, favorire il buon funzionamento complessivo del mercato nazionale.

Parimenti meritevole di apprezzamento è l'introduzione dello sviluppo sostenibile delle imprese vigilate e degli emittenti – nonché dei mercati – tra i principi ai quali la



Banca d'Italia e la Consob devono ispirarsi nell'esercizio delle rispettive deleghe regolamentari. Tale scelta contribuisce a integrare stabilmente gli obiettivi di sostenibilità nel quadro della regolazione finanziaria, favorendo coerenza, prevedibilità e allineamento con le evoluzioni europee in materia ESG.

II.5 Sui Gestori “sotto soglia” registrati – Positivo è anche l'intervento volto a semplificare il regime dei gestori c.d. “sotto soglia”, che prevede per tali operatori un regime di “registrazione” in luogo dell'attuale assetto autorizzativo e conseguentemente distingue i “gestori sotto soglia registrati” dai “gestori autorizzati”, introducendo per i primi un regime improntato a regole e controlli semplificati, in linea con il principio di proporzionalità regolamentare e dell'azione di vigilanza.

II.6 Sulle società di partenariato - L'introduzione della nuova figura della società di partenariato mira ad avvicinare l'ordinamento italiano ai modelli delle principali piazze finanziarie internazionali nel settore del *private equity* e del *venture capital*, con l'obiettivo di attrarre capitali, rafforzare la competitività dei prodotti italiani alternativi e favorire il finanziamento delle imprese nelle fasi di avvio e sviluppo.

La società di partenariato è concepita, nelle intenzioni del legislatore, come un veicolo ispirato al modello della *limited partnership* dei Paesi di *common law*, sostanzialmente corrispondente, nel diritto continentale, alla società in accomandita semplice. Tale modello prevede la presenza di un socio accomandatario (*general partner*), cui è demandata la gestione e che risponde illimitatamente delle obbligazioni della *partnership*, e di una pluralità di soci accomandanti (*limited partners*), privi di poteri gestionali e responsabili nei limiti del capitale conferito.

Nella prassi dell'*asset management* internazionale, tuttavia, il *general partner* è normalmente una società a responsabilità limitata che svolge funzioni circoscritte di *governance* e rappresentanza, mentre la gestione del portafoglio è affidata a un gestore esterno vigilato, contrattualmente incaricato e spesso assistito da *advisor* o altri fornitori di servizi specializzati.

Rispetto a tale architettura, il modello delineato dallo schema di d.lgs., pur introducendo significative flessibilità – in particolare un'ampia autonomia statutaria nella definizione dei *quorum* per le modifiche dell'atto costitutivo – presenta alcune rigidità che ne potrebbero limitare l'attrattività come forma di prestazione del servizio di gestione collettiva.

La società di partenariato è infatti configurata come **una società in accomandita per azioni**, dotata di collegio sindacale e avente come oggetto esclusivo la prestazione del servizio di gestione collettiva nei soli settori del *private equity* e del *venture capital* (secondo la nuova definizione che verrebbe introdotta nel TUF). La scelta della S.a.p.a. comporta l'applicazione di obblighi formali e di *governance* tipici delle società per azioni, che rischiano di rivelarsi poco coerenti con le esigenze di snellezza e flessibilità operativa dei veicoli internazionali comparabili.



Ulteriore rigidità deriva dal regime di responsabilità illimitata dei soci accomandatari, che può ridurre l'attrattività del ruolo e limitare la partecipazione di soggetti qualificati, almeno quando la gestione sia affidata a un consiglio di amministrazione composto da persone fisiche, attesa la necessaria coincidenza tra la qualifica di socio accomandatario e la funzione di amministratore, imposta dall'art. 2455 c.c.

Una significativa divergenza rispetto al modello internazionale riguarda anche la diversa impostazione della "gestione esterna". Nelle *limited partnership* di matrice anglosassone, la gestione esterna rappresenta la regola: il *general partner* non svolge in concreto l'attività di gestione del portafoglio e del rischio, demandata a un gestore esterno vigilato. Nel modello delineato dallo schema di d.lgs., al contrario, la gestione esterna è configurata come "variante" rispetto a quella interna, che sembra costituire lo schema tipico della società di partenariato. Ciò lascia tuttavia poco chiaro l'assetto delle prerogative di gestione in caso di gestione interna, in particolare con riguardo all'eventuale attribuzione di funzioni di gestione del portafoglio o del rischio ai soci accomandatari-amministratori.

Sempre in tema di gestione esterna, la previsione secondo cui il gestore esterno può essere "anche socio" della società di partenariato risulta ambigua e potenzialmente foriera di incertezze applicative perché non è chiara la distinzione rispetto al modello a gestione "interna", nel quale il gestore deve essere socio (accomandatario), e mostra inoltre un disallineamento rispetto al modello internazionale, in cui né il *general partner* né i *limited partner* svolgono attività di gestione.

Da ultimo, il limite agli investimenti iniziali, che esclude la possibilità di investire in società già quotate, consentendo soltanto i *follow-on* successivi alla quotazione, rischia di comprimere la capacità d'intervento e la competitività dello strumento rispetto a veicoli esteri analoghi, specie nel segmento *late-stage* e pre-IPO.

In sintesi, pur condividendo obiettivi e finalità dell'iniziativa, Assogestioni auspica un adeguamento sistematico della disciplina che consenta di avvicinarsi alle flessibilità tipiche delle *limited partnership* del diritto di matrice anglosassone.

II.7 Sulla "riduzione" della potestà regolamentare del MEF – Assogestioni apprezza la trasposizione nel TUF della gran parte delle disposizioni oggi contenute nel DM 30/2015.

A giudizio dell'Associazione, sarebbe tuttavia preferibile **procedere a un trasferimento "integrale" nel TUF anche delle materie ancora affidate al Ministero**, così da ridurre la frammentazione normativa, rafforzare la certezza del diritto e completare il processo di codificazione perseguito dalla Legge Capitali. Peraltro, lo stesso schema di d.lgs. – che già inserisce nel TUF criteri puntuali per definire le categorie di investitori non professionali ammesse alla sottoscrizione dei FIA riservati gestiti da GEFIA sottosoglia registrati – conferma la coerenza e l'opportunità di un approccio legislativo unitario e sistematico.



II.8 Promozione della consegna della documentazione informativa sugli OICR in formato elettronico – Assogestioni ritiene opportuno cogliere l’occasione delle modifiche del TUF per promuovere una modernizzazione delle modalità di comunicazione con gli investitori, prevedendo che la consegna della documentazione relativa agli OICR – prospetti, KID e ulteriori documenti d’offerta – avvenga in formato elettronico quale modalità predefinita, salvo espressa richiesta dell’investitore per il formato cartaceo.

Numerose disposizioni in materia di commercializzazione degli OICR si fondano tuttora sulla consegna materiale dei documenti o, in ogni caso, non prevedono esplicitamente il formato elettronico come regola generale. 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 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”), recepita in Italia con il decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 31, che ha introdotto il formato elettronico come *standard* per l’informativa trasmessa dagli intermediari 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.

Benché la disciplina attualmente risieda nella normativa secondaria della Banca d’Italia e della Consob, un intervento a livello di normativa primaria – con l’inserimento nel TUF del principio della consegna elettronica come regola generale – garantirebbe maggiore certezza del diritto, omogeneità applicativa e un quadro sistematico più coerente tra i diversi segmenti della regolazione finanziaria.

In conclusione, l’Associazione intende, senz’altro, fare la sua parte e contribuire all’individuazione di adeguate misure che siano volte a rendere il nostro mercato più attraente per i capitali e, al tempo stesso, che continuino ad assicurare la più corretta interazione tra società, azionista di controllo e minoranze azionarie che caratterizza il tratto più marcato del buon funzionamento del nostro sistema. Nel ringraziare ancora per l’opportunità offertaci, rimaniamo a disposizione per eventuali ulteriori approfondimenti.