



Position Paper Assogestioni

TARGETED CONSULTATION ON INTEGRATION OF EU CAPITAL MARKETS

Indice

Premessa	2
1. Codice unico europeo dell'Asset Management	3
2. Disciplina “semplificata” del gruppo di gestori UE	4
3. Rafforzamento della convergenza tra le autorità di vigilanza	5
4. Riforma del sistema di <i>reporting</i>	7
5. Semplificazioni ulteriori delle normative di settore e trasversali	9
6. Rimozione delle barriere regolamentari all'accesso degli investitori <i>retail</i>	14
7. Regolazione equa e trasparente dell'accesso ai dati di mercato da parte dei gestori	16
8. Adozione delle tecnologie a registro distribuito nell'Asset Management	17
9. Disciplina europea armonizzata in materia di Diversity, Equity and Inclusion	18
10. Rafforzamento dell'integrazione e della trasparenza dei mercati finanziari	18



Premessa. Assogestioni condivide pienamente l'obiettivo della Commissione europea di rafforzare l'integrazione dei mercati dei capitali dell'Unione e di promuoverne la modernizzazione. In tale prospettiva, ritiene prioritario un intervento organico e strutturato sulla disciplina europea del risparmio gestito, da attuarsi - **senza pregiudicare gli equilibri politici già raggiunti né introdurre nuovi oneri per gli operatori** - lungo le seguenti direttrici:

1. Codificazione della normativa europea in materia di Asset Management, mediante la (ri) fusione delle direttive UCITS e AIFMD in un unico Regolamento europeo sull'Asset Management, accompagnato da regolamenti specifici per ciascuna categoria di prodotto (UCITS, ELTIF, EuVECA, EuSEF, MMF);
2. Introduzione di una disciplina del gruppo a cui appartengano gestori europei, finalizzata a semplificare l'operatività anche transfrontaliera delle società appartenenti al gruppo del gestore;
3. Rafforzamento dei meccanismi di convergenza e cooperazione tra autorità di vigilanza nazionali;
4. Riforma dei sistemi di reporting, al fine di semplificare e razionalizzare i flussi informativi;
5. Semplificazioni ulteriori della normativa europea di settore e trasversale, finalizzate a garantire coerenza, proporzionalità e certezza del diritto per gli operatori;
6. Rimozione delle barriere regolamentari che limitano l'accesso degli investitori ai prodotti di risparmio gestito, al fine di ampliare la partecipazione al mercato e sostenere la canalizzazione del risparmio verso l'economia reale;
7. Regolazione equa e trasparente dell'accesso ai dati di mercato, al fine di contenere i costi dei gestori per l'accesso ai dati essenziali;
8. Adozione della tecnologia a registro distribuito nell'asset management, per assicurare efficienza nei processi e maggiore trasparenza;
9. Introduzione un quadro normativo europeo in tema di Diversity, Equity and Inclusion, al fine assicurare la convergenza normativa tra settori, reputazione e attrattività dell'industria europea;
10. Rafforzamento della integrazione e trasparenza dei mercati, per preservarne la qualità.

Le proposte contenute nel presente Position Paper si basano sull'esperienza diretta delle Società Associate, sui lavori del gruppo di esperti "*Less is More*" e su un'analisi comparata con altri settori regolamentati dell'Unione. L'obiettivo non è solo quello di evidenziare le criticità attuali, ma soprattutto di offrire alla Commissione europea **soluzioni concrete, operative e realistiche**. Il documento si propone come un contributo attivo e costruttivo al processo di revisione normativa e regolamentare in corso, con l'auspicio che le analisi e le proposte qui presentate possano alimentare un confronto approfondito con le Istituzioni europee e con gli altri *stakeholder* del mercato.



1. Codice unico europeo dell'Asset Management

1.1 Lo stato attuale. Negli ultimi anni, il quadro regolamentare applicabile al risparmio gestito europeo ha conosciuto un significativo appesantimento. L'evoluzione normativa è avvenuta mediante l'adozione di una molteplicità di atti di livello primario (direttive e regolamenti), di secondo livello (atti delegati, RTS, ITS) e di terzo livello (linee guida, Q&A), dando luogo a un sistema normativo frammentato, ipertrofico e difficile da governare per operatori e autorità. In particolare:

- a) la coesistenza delle due direttive fondamentali - UCITS e AIFMD - ha determinato sovrapposizioni e disomogeneità di disciplina, generando incertezze applicative e duplicazioni regolamentari;
- b) la proliferazione di discipline settoriali (ELTIF, EUVECA, MMF, EUSEF) e trasversali (DORA, GDPR, AI Act), spesso non coordinate tra loro, ha aumentato la complessità del quadro regolamentare e richiesto continui adattamenti organizzativi e operativi.

In parallelo, si è registrata una progressiva convergenza delle regole previste per la prestazione del servizio di gestione collettiva verso quelle dettate per la prestazione dei servizi di investimento, senza tuttavia che sia stato raggiunto un quadro coerente e armonico.

Tale produzione normativa, se non affrontata in modo sistematico, rischia di compromettere la competitività dell'industria europea del risparmio gestito, determinando un aumento dei costi di compliance, un rallentamento nei processi di innovazione e nessun evidente beneficio aggiuntivo in termini di tutela degli investitori o di stabilità dei mercati finanziari.

1.2 La proposta di Assogestioni. Assogestioni propone di avviare un processo di riorganizzazione e codificazione organica della normativa europea sul risparmio gestito, fondato su principi di semplificazione, armonizzazione e stabilità delle regole, **senza riaprire gli accordi politici già raggiunti e senza generare nuovi oneri per gli operatori.** In particolare, si raccomanda:

- a) **La (ri) fusione delle direttive UCITS e AIFMD in un unico Regolamento europeo sull'Asset Management**, ispirato al modello unitario già adottato nell'ordinamento italiano attraverso il TUF, che (i) disciplini in modo omogeneo l'autorizzazione e vigilanza dei gestori; gli obblighi di condotta verso gli investitori; il passaporto del gestore e del prodotto; le segnalazioni di vigilanza e che (ii) contenga una definizione chiara e armonizzata di concetti chiave (quali, ad esempio, fondo comune, marketing).
- b) **La regolamentazione di dettaglio dei singoli prodotti** (UCITS, ELTIF, EUVECA, EUSEF, MMF) - in particolare in merito agli eligible assets - in regolamenti settoriali, secondo una logica modulare.
- c) **La limitazione dell'eccessivo ricorso a norme di livello 2 (RTS, ITS) a favore di strumenti normativi più flessibili di livello 3** (linee guida), elaborati in modo partecipato con il coinvolgimento attivo dell'industria, al fine di favorire una regolamentazione più dinamica, proporzionata e orientata all'innovazione.
- d) **La previsione di un quadro normativo coerente e trasversale** sulla prestazione dei servizi d'investimento e della gestione collettiva del risparmio, salvaguardandone al contempo le specificità.



2. Disciplina “semplificata” del gruppo di gestori UE

2.1 Lo stato attuale. Nel contesto della Savings and Investment Union, emerge con chiarezza l'esigenza di riconoscere e disciplinare le strutture di gruppo che caratterizzano in misura crescente il settore della gestione collettiva del risparmio. Tali strutture rappresentano una componente essenziale del mercato europeo, ma non trovano attualmente alcun riconoscimento normativo nelle direttive UCITS e AIFMD, a differenza di quanto previsto in altri settori regolati, come nella disciplina prudenziale dei gruppi bancari (CRD IV) o assicurativi (Solvency II). Né la direttiva UCITS né la AIFMD prevedono infatti una disciplina specifica per le capogruppo di società di gestione. Tale lacuna comporta duplicazioni regolamentari, oneri amministrativi non necessari e ostacoli all'efficiente organizzazione e accentramento delle funzioni aziendali a livello di gruppo, compromettendo il coordinamento operativo e regolamentare.

2.2 La proposta di Assogestioni. Assogestioni accoglie con favore l'attenzione riservata dalla Commissione europea al tema dell'eliminazione delle inefficienze e delle duplicazioni operative tra entità appartenenti allo stesso gruppo di gestione.

A tal fine, si ritiene opportuno che la normativa europea di settore introduca un quadro coerente per il coordinamento operativo tra società di gestione armonizzate appartenenti a un medesimo gruppo UE, valorizzando il ruolo delle strutture di vertice, secondo modelli organizzativi e giuridici coerenti con il diritto dell'Unione e con la funzione di coordinamento tra società di gestione. In tale contesto, potrebbe essere riconosciuta, tra le possibili configurazioni, la figura della capogruppo di gestori UE, intesa – in via esemplificativa – come la società di gestione armonizzata stabilita nell'Unione che controlla altre società di gestione armonizzate con sede in altri Stati membri.

In questa prospettiva, la nuova disciplina, volta a favorire un efficace coordinamento operativo e regolamentare a livello di gruppo, non dovrebbe comunque comportare l'estensione del regime di vigilanza prudenziale consolidata previsto per i gruppi bancari, assicurativi o di imprese di investimento, né l'applicazione di requisiti patrimoniali aggiuntivi anche nel caso di gruppi di gestori UE con al vertice una holding di partecipazione finanziaria, casistica ad oggi diffusa nell'industria. Ciò in ragione della diversa natura delle società di gestione, le quali non assumono rischi in proprio, ma agiscono per conto dei portafogli gestiti.

Tenuto conto di quanto sopra, la nuova disciplina dovrebbe limitarsi a definire un set di regole strettamente necessarie a: (i) consentire alla capogruppo di gestori UE di fungere da punto di contatto con le autorità di vigilanza per finalità di reporting e coordinamento informativo sui rischi a livello di gruppo; (ii) semplificare i procedimenti autorizzativi e i requisiti applicabili alle deleghe infragruppo (incluse quelle di gestione e del rischio), considerando che sia il soggetto delegato sia quello delegante sono sottoposti al controllo della stessa capogruppo; (iii) favorire l'accentramento delle funzioni operative e di controllo a livello di gruppo di gestori UE, evitando la duplicazione di obblighi regolamentari imposti dalle autorità nazionali.

Resta fermo anche in un contesto di capogruppo di gestori l'esigenza di salvaguardare i principi fondamentali in materia di indipendenza e di gestione dei conflitti di interesse.



3. Rafforzamento della convergenza tra le autorità di vigilanza

3.1 La situazione attuale. La disciplina vigente in materia di gestione collettiva del risparmio si fonda su un modello di vigilanza “home-host” articolato in due configurazioni distinte:

(i) gestore e fondo domiciliati nello stesso Stato membro: l'intera vigilanza prudenziale e organizzativa è affidata all'autorità competente del Paese d'origine del gestore. Le autorità degli Stati membri in cui il fondo è commercializzato (Paesi host) esercitano unicamente controlli su aspetti come la pubblicità e le comunicazioni ai clienti. In tale configurazione, il principio del “controllo del Paese d'origine” (home country control) trova piena applicazione;

(ii) gestore e fondo domiciliati in Stati membri diversi: la vigilanza sul gestore rimane in capo all'autorità del Paese d'origine del gestore (es. CSSF), mentre la vigilanza sul fondo compete all'autorità del Paese di domicilio del fondo (es. Banca d'Italia o Consob). In questo caso, si applica un regime di vigilanza condivisa e coordinata, che richiede una cooperazione rafforzata tra autorità competenti.

L'esperienza maturata negli ultimi anni ha messo in luce alcuni limiti e tensioni insiti negli attuali modelli, riconducibili principalmente alla **disomogeneità applicativa tra le autorità nazionali**, che spesso adottano prassi e interpretazioni divergenti, con effetti distorsivi sulla omogeneità della vigilanza e sull'effettiva parità di condizioni (“level playing field”). Tali criticità sono evidenti soprattutto nei casi in cui gestore e fondo siano domiciliati in Stati membri differenti, dando luogo a **incertezze e sovrapposizioni nei rispettivi ambiti di responsabilità**.

Nella *Targeted Consultation* sull'integrazione dei mercati, la Commissione europea si interroga sull'opportunità di rafforzare la vigilanza a livello europeo, anche al fine di semplificare il quadro regolamentare e ridurre gli oneri amministrativi, proponendo i seguenti possibili modelli di supervisione:

- a) **un'unica autorità di vigilanza dell'UE**, responsabile della vigilanza sui gestori con attività transfrontaliere significative, mentre le ANC rimangono responsabili della vigilanza sui gestori con attività transfrontaliere limitate o nulle, sugli OICVM e sui FIA;
- b) **un collegio di vigilanza, presieduto da un'autorità di vigilanza dell'UE**, che ha la responsabilità principale, e assume decisioni congiunte, relativamente alla vigilanza sui gestori con attività transfrontaliere significative, mentre le ANC rimangono responsabili della vigilanza sui gestori con attività transfrontaliere limitate o nulle, sugli OICVM e sui FIA;
- c) **un collegio di vigilanza, presieduto da una "ANC capofila"**, che ha la responsabilità principale, e assume decisioni congiunte, relativamente alla vigilanza sui gestori con attività transfrontaliere significative, mentre le ANC rimangono responsabili della vigilanza sui gestori con attività transfrontaliere limitate o nulle, sugli OICVM e sui FIA;
- d) **un collegio di “coordinamento” della vigilanza** composto da tutte le autorità nazionali competenti e dall'ESMA, mentre le responsabilità di vigilanza rimangono invariate.



3.2 La posizione di Assogestioni. Assogestioni condivide pienamente l'obiettivo di garantire un trattamento di vigilanza omogeneo per tutti i gestori, indipendentemente dallo Stato membro di origine, quale condizione necessaria per il completamento della *Savings and Investment Union*. A tal fine, ritiene che l'approccio più efficace consista in un rafforzamento dei meccanismi di convergenza e cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali, evitando al contempo un'eccessiva centralizzazione delle competenze a livello europeo.

Negli ultimi anni, l'ESMA ha adottato diverse linee guida finalizzate a promuovere la convergenza delle prassi di vigilanza, come nel caso delle raccomandazioni in materia di commissioni di performance e politiche retributive. Tuttavia, permangono significative aree di disomogeneità che richiedono ulteriori interventi di armonizzazione. In particolare, in alcuni Stati membri – come l'Italia – la normativa nazionale prevede requisiti più stringenti rispetto ad altri ordinamenti, generando asimmetrie regolamentari che compromettono la parità delle condizioni operative e alterano il level playing field tra operatori europei, con ricadute anche sulla certezza del diritto e sulla tutela degli investitori.

Tra i settori in cui emerge con maggiore urgenza l'esigenza di un intervento armonizzatore si segnalano: (i) la disciplina dei costi a carico dei fondi; (ii) la soglia di rilevanza degli errori di calcolo del NAV; (iii) la disciplina degli incentivi (inducements); (iv) le procedure di autorizzazione e passaporto; le regole prudenziali applicabili agli OICVM.

In particolare, con riferimento al punto sub (i) si segnala che, a differenza di altri Stati Membri, la disciplina italiana prevede una lista chiusa di oneri addebitabili al fondo, non potendo essere previsti a carico del fondo stesso oneri diversi da quelli analiticamente indicati dalla Banca d'Italia. Tale lista chiusa non contempla costi che invece sono considerati imputabili a carico dei fondi da altre discipline europee come, ad esempio, i costi regolamentari, tra cui quelli connessi agli adempimenti richiesti dalle discipline EMIR, SFTR, MIFID, CSDR, Regolamento Benchmark e, (ii) i costi amministrativi (tra cui, i costi inerenti alla gestione amministrativo-contabile dei partecipanti e di supporto agli stessi).

Oltre a un quadro normativo ancora parzialmente frammentato, si riscontra l'assenza di prassi di vigilanza realmente armonizzate, con divergenze rilevanti nell'enforcement delle norme comuni. Tali disallineamenti indeboliscono l'efficacia complessiva del sistema europeo di vigilanza e aumentano l'incertezza per gli operatori, in particolare per quelli attivi in più giurisdizioni.

In tale contesto, Assogestioni sostiene un'evoluzione proporzionata e pragmatica del sistema europeo di vigilanza, incentrata sui seguenti obiettivi:

- (i) rafforzare il coordinamento e la convergenza regolamentare tra autorità nazionali;
- (ii) migliorare la condivisione e l'interoperabilità dei dati tra autorità competenti; definire un quadro comune europeo per la vigilanza sulle attività extra-UE dei gestori;
- (iii) rafforzare i meccanismi di enforcement;
- (iv) evitare modelli sovra-strutturati che introducono oneri amministrativi non proporzionati ai benefici in termini di stabilità o protezione degli investitori.



Assogestioni ritiene che i modelli proposti dalla Commissione richiedano ulteriori chiarimenti per una valutazione approfondita.

In via generale, il modello *sub d)* – che prevede un *supervisory coordination college* composto dalle autorità nazionali e da ESMA, senza modifiche alle competenze – appare il modello più equilibrato, in quanto preserva l'attuale architettura di vigilanza, rispettosa delle specificità dei mercati nazionali, e valorizza il ruolo di ESMA come promotore della convergenza. Affinché tale modello sia effettivamente efficace, è tuttavia necessario chiarire il ruolo dei collegi e individuare i contesti nei quali essi possano realmente apportare valore.

Il modello *sub c)* – con un *supervisory college presieduto da una "lead NCA"* – potrebbe rappresentare una soluzione equilibrata nei casi di elevata interconnessione tra mercati, rafforzando la governance senza trasferimenti di competenze a livello sovranazionale. Tuttavia, anche in tal caso per garantire l'efficace funzionamento del modello occorre: definire con chiarezza i criteri per individuare la *lead NCA* (ad es. l'autorità competente a esercitare la vigilanza sulla capogruppo del gestore); assicurare che il coordinamento non interferisca con le prerogative regolatorie delle autorità nazionali.

Al contrario, Assogestioni ritiene non adeguati i modelli *sub a)* e *b)*, che prevedono un forte accentramento delle funzioni di vigilanza in capo a un'unica autorità europea. Tali modelli, oltre a non riflettere le peculiarità dei mercati nazionali, rischiano di introdurre complessità aggiuntive, con impatti negativi sull'efficienza operativa degli operatori e sulla flessibilità dell'azione di vigilanza.

4. Riforma del sistema di reporting

4.1 La situazione attuale. Nonostante le ripetute dichiarazioni di principio a favore di una semplificazione e razionalizzazione degli obblighi di reporting, l'evoluzione del quadro normativo europeo ha sinora seguito una direzione opposta. I gestori si trovano a fronteggiare richieste informative sempre più articolate e onerose, legate a una logica settoriale a silos, spesso contraddistinte da sovrapposizioni tra normative europee e obblighi imposti dalle autorità nazionali, in un contesto segnato da uno scarso coordinamento tra le diverse autorità competenti. Questa frammentazione comporta un significativo aggravio amministrativo per gli operatori, riducendone la competitività e incidendo negativamente anche sull'efficacia complessiva della vigilanza. Le segnalazioni nazionali, frequentemente motivate da carenze nei flussi armonizzati o da esigenze specifiche di vigilanza locale, finiscono per appesantire ulteriormente il sistema, generando inefficienze sistemiche.

4.2 La posizione di Assogestioni. Assogestioni ritiene necessario un decisivo cambio di approccio, fondato su quattro linee di intervento prioritarie: una mappatura integrale e trasparente dei flussi informativi attualmente in vigore; una governance unitaria e coordinata a livello europeo; l'effettiva applicazione del principio "collect once, use many times"; l'adozione di un approccio proporzionato e trasversale, in luogo della logica settoriale a silos.

Tali interventi sono imprescindibili per la realizzazione di un sistema di reporting realmente armonizzato, efficiente e sostenibile.



In tale ottica, si propone l'istituzione presso l'ESMA di un European Data Hub, con funzione di raccolta centralizzata dei dati statistici e di vigilanza. Tale struttura dovrebbe essere accompagnata da un quadro normativo che consenta la piena interoperabilità tra le autorità europee, la Banca Centrale Europea e le istituzioni sovranazionali e nazionali coinvolte, con conseguente eliminazione degli obblighi di segnalazione duplicati verso le autorità nazionali. La riforma dovrebbe estendersi all'intero corpus degli obblighi informativi vigenti, incluse le segnalazioni straordinarie introdotte in contesti eccezionali – come durante la pandemia da COVID-19 – e successivamente mantenute anche oltre la durata delle circostanze emergenziali.

In subordine, qualora non si addivenisse a una riforma organica, Assogestioni propone l'introduzione di un sistema integrato di reporting, basato su un single reporting entry point a livello europeo (idealmente presso l'ESMA) oppure, in alternativa, su una maggiore interoperabilità tra i sistemi nazionali ed europei. Tale sistema dovrebbe garantire che:

- i) i dati siano trasmessi una sola volta, anche in presenza di più destinatari istituzionali;
- ii) i sistemi informatici delle autorità siano tecnicamente compatibili in termini di formati, linguaggi e protocolli di accesso; iii) le informazioni già trasmesse a un'autorità siano automaticamente condivise con tutte le altre autorità competenti, senza ulteriori adempimenti da parte dei soggetti obbligati.

L'intervento normativo dovrebbe riguardare in modo coordinato non solo gli obblighi specifici della gestione collettiva (vigilanza prudenziale e documentazione d'offerta) ma anche quelli derivanti da altri ambiti normativi "trasversali", quali MiFID, EMIR, SFTR e DORA.

In particolare, con riferimento ai gestori che prestano anche servizi MiFID, come la gestione di portafogli, è importante evitare l'estensione degli obblighi di transaction reporting ai Gestori. L'applicazione di tali obblighi comporterebbe costi elevati e oneri operativi sproporzionati rispetto ai benefici in termini di efficacia della supervisione, considerato che i dati rilevanti sono già trasmessi dalle sedi di negoziazione e dalle imprese di investimento

Relativamente ai regolamenti EMIR e SFTR, si auspicano invece le seguenti semplificazioni:

- i) superamento del double-side reporting: entrambi i contraenti continuano a essere tenuti a trasmettere dati pressoché identici per la medesima operazione, generando inefficienze sistemiche;
- ii) contenimento degli oneri derivanti da EMIR Refit: il nuovo impianto attuativo ha aumentato in modo significativo la complessità operativa e gli obblighi informativi, in particolare in relazione alla gestione degli errori e delle omissioni; è necessario un approccio più bilanciato che garantisca la qualità dei dati senza oneri sproporzionati per gli operatori;
- iii) rafforzamento del principio di proporzionalità nell'ambito di EMIR 3.0: le proposte attualmente all'esame di ESMA appaiono in larga misura ridondanti rispetto al quadro esistente; si auspica, inoltre, una chiara esenzione dagli obblighi di reporting per gli operatori che compensano almeno l'85% dell'attività derivativa su CCP stabilite nell'Unione.

Per quanto concerne il Regolamento DORA, è essenziale introdurre meccanismi di semplificazione per i soggetti appartenenti a gruppi complessi. Attualmente, i gestori



collegati a gruppi assicurativi o attivi contemporaneamente nella gestione di fondi comuni e fondi pensione si trovano a dover interagire con una pluralità di autorità competenti. Sarebbe invece opportuno prevedere che la segnalazione del registro delle informazioni avvenga esclusivamente verso l'autorità competente della capogruppo, incaricata di trasmettere le informazioni rilevanti alle autorità delle società controllate, sulla base di specifici protocolli d'intesa.

5. Semplificazioni ulteriori delle normative di settore e trasversali

5.1 Procedure di autorizzazione

5.1.1 Procedure di autorizzazione delle Società di gestione (UCITS e AIFMD). Sebbene il quadro normativo europeo relativo all'autorizzazione delle società di gestione sia formalmente armonizzato attraverso le direttive UCITS e AIFMD, la prassi applicativa mostra rilevanti divergenze tra gli Stati membri. Tali differenze riguardano, in particolare, i requisiti documentali, le tempistiche procedurali e i criteri di valutazione utilizzati dalle autorità competenti. Per favorire la semplificazione e promuovere una reale convergenza applicativa, è auspicabile l'introduzione di **strumenti e moduli digitali standardizzati a livello UE**, con contenuti minimi armonizzati, da utilizzare per le richieste di autorizzazione iniziale e le modifiche successive.

5.1.2 Procedure di autorizzazione dei Fondi. Anche in tal caso, sebbene il quadro normativo europeo relativo all'autorizzazione degli UCITS sia formalmente armonizzato, la prassi applicativa evidenzia l'esigenza di una maggiore armonizzazione del quadro autorizzativo dei fondi ispirata a criteri di semplificazione e proporzionalità. A tal fine si propone di **semplificare le modalità di approvazione dei regolamenti di gestione** dei fondi (e delle successive modifiche) introducendo una **approvazione "in via generale"** dei regolamenti dei fondi che replicano uno schema di regolamento "semplificato", sul modello di quello adottato in Italia dalla Banca d'Italia.

5.1.3 Processo di autorizzazione dei Fondi e trattamento dei depositari. L'attuale quadro relativo alla valutazione dei depositari nell'ambito del processo di autorizzazione dei fondi può risultare eccessivamente gravoso e poco proporzionato, soprattutto quando comporta analisi dettagliate su soggetti già autorizzati e sottoposti a vigilanza prudenziale da parte di autorità competenti. In particolare, la valutazione dei requisiti di onorabilità ed esperienza degli amministratori del depositario, prevista all'art. 5, paragrafo 4, terzo comma della Direttiva UCITS come condizione per l'autorizzazione del fondo, risulta eccessivamente onerosa e scarsamente giustificabile in un'ottica di sistema, trattandosi di aspetti che essendo strettamente legati all'autorizzazione e alla vigilanza sul depositario stesso, non sembrano poter riguardare la fase autorizzativa del fondo UCITS. Infatti, dal momento che la funzione di depositario può essere svolta solo da enti creditizi e altri soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale (*cf.*, art. 23 UCITSD), la sussistenza dei requisiti di onorabilità ed esperienza dei relativi amministratori, essendo stata già valutata in sede di autorizzazione delle rispettive autorità di vigilanza, dovrebbe essere considerata immanente. Questa duplicazione di controlli non apporta un beneficio tangibile alla tutela degli investitori né all'efficacia dell'azione di vigilanza, ma è suscettibile, a seconda delle modalità con cui la normativa europea è attuata nei singoli Stati membri, di comportare divergenze applicative, ritardi operativi o costi amministrativi ingiustificati. Si propone pertanto di riconsiderare o eliminare tale previsione.



5.2 Operatività transfrontaliera

5.2.1 Passaporto per la commercializzazione transfrontaliera di Fondi. Nonostante gli interventi legislativi recenti, permane una forte eterogeneità nelle prassi degli Stati membri, con impatti negativi su costi di compliance, tempi di commercializzazione e accesso al mercato. Sussistono inoltre obblighi documentali divergenti tra giurisdizioni. Si sottolineano in particolare i seguenti profili:

- (i) **Contributi di vigilanza:** la frammentarietà dei regimi nazionali in materia di contributi di vigilanza rappresenta un ostacolo concreto alla commercializzazione transfrontaliera dei fondi nell'Unione Europea, generando oneri amministrativi e costi eterogenei per i gestori. Si auspica quindi un quadro tariffario più coerente e trasparente a livello UE, al fine di ridurre le barriere e favorire una più ampia distribuzione transfrontaliera dei fondi. Un possibile miglioramento potrebbe consistere nell'introduzione di un sistema armonizzato di contributi a livello europeo, che adotti eventualmente tetti massimi differenziati a livello nazionale o metodi standardizzati di calcolo, in modo da bilanciare l'esigenza di recupero dei costi con l'accessibilità dei mercati.
- (ii) **Data base centrale ESMA:** la banca dati centrale pubblicata da ESMA rappresenta uno strumento utile per favorire la trasparenza delle condizioni di commercializzazione *cross-border* nell'Unione Europea. Tale banca dati è stata istituita ai sensi dell'articolo 6 del Regolamento (UE) 2019/1156, con l'obiettivo di raccogliere e rendere facilmente accessibili agli operatori del settore: (i) i collegamenti ai siti web delle autorità competenti che pubblicano le disposizioni nazionali applicabili in materia di marketing; (ii) le sintesi delle normative nazionali relative ai requisiti di marketing dei fondi UCITS e AIF. Tuttavia, l'efficacia pratica di tale strumento è limitata da alcune criticità rilevanti, principalmente riconducibili alla scarsa confrontabilità e coerenza delle pagine web. Per rafforzare la funzione di trasparenza e supporto alla compliance degli operatori si propone quanto segue:
 - a. ESMA dovrebbe collaborare con le ANC per standardizzare il livello di dettaglio e il formato delle informazioni incluse nella banca dati, assicurando una copertura completa e coerente di tutti i requisiti nazionali di commercializzazione rilevanti per la distribuzione dei fondi;
 - b. la banca dati dovrebbe essere mantenuta come piattaforma online dinamica, di facile utilizzo, ricercabile e costantemente aggiornata per riflettere le modifiche normative nazionali. Il superamento dei formati statici, come i PDF, migliorerebbe significativamente la fruibilità e ridurrebbe i rischi di non conformità legati a informazioni obsolete;
 - c. tutti i requisiti pertinenti in materia di commercializzazione – incluse le norme di pre-approvazione documentale, le procedure di notifica, gli obblighi linguistici, le modalità di rendicontazione e le strutture di costo – dovrebbero essere integralmente rappresentati e chiaramente illustrati. Ciò consentirebbe ai gestori patrimoniali di predisporre in modo efficiente materiali di marketing conformi alle regole della distribuzione transfrontaliera;
 - d. occorre rafforzare la conoscenza e l'utilizzo della banca dati da parte degli operatori del settore, garantendone un facile accesso e promuovendola come fonte di riferimento primaria per i requisiti di commercializzazione previsti dal Quadro normativo per la distribuzione transfrontaliera.
- (iii) **Comunicazioni di marketing:** nonostante gli Orientamenti ESMA sulle comunicazioni di marketing per i fondi del 2021 fornisca alcuni esempi di tipologia di messaggio che può essere (o non) considerata comunicazione pubblicitaria,



l'esperienza maturata dai gestori di fondi a seguito della emanazione degli indirizzi dell'ESMA dimostra come vi sia ancora incertezza sul perimetro della nozione in esame e come tale incertezza possa indurre gli operatori ad adottare impostazioni eccessivamente rigorose. Gli Orientamenti dell'ESMA dovrebbero fare chiarezza sui confini della definizione in esame alla luce delle regole e dei principi di derivazione europea, tenendo conto delle *best practice* degli operatori.

- (iv) **Tempistiche della procedura di notifica ex art. 32 AIFMD:** la procedura di notifica prevista dall'art. 32 dell'AIFMD per la commercializzazione di quote o azioni di FIA UE in Stati membri diversi dallo Stato membro d'origine del GEFIA risulta eccessivamente onerosa. In particolare, si prevede che il GEFIA invii una notifica alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine e che queste la trasmettano alle autorità competenti degli Stati membri in cui si intende commercializzare il FIA nei 20 giorni lavorativi dal ricevimento del fascicolo di notifica, informandone senza indugio il GEFIA, che può iniziare a commercializzare il FIA nello Stato membro ospitante del GEFIA a partire dalla data di notifica della trasmissione (la disciplina italiana, art. 43(4) TUF, ancora più esplicitamente indica che "La Consob informa tempestivamente il gestore dell'avvenuta trasmissione del fascicolo di notifica. Il gestore non può avviare la commercializzazione prima della ricezione di tale comunicazione"). Al riguardo, si propone di ridurre il termine di 20 giorni per la trasmissione del fascicolo.
- (v) **Inizio del periodo di pre-commercializzazione:** non risulta chiaro il termine di inizio del periodo di 18 mesi previsto dall'art. 30bis della AIFMD (introdotto dalla Direttiva 2019/1160) per l'attività di pre-commercializzazione dei FIA, entro il quale ogni sottoscrizione deve essere considerata il risultato di attività di commercializzazione e, di conseguenza, soggetta agli obblighi di notifica pertinenti. Al fine di garantire certezza giuridica e parità di condizioni tra gestori operanti in diversi Stati membri, si rende necessario che il termine decorra dalla data dell'informazione trasmessa dal GEFIA all'autorità competente del proprio Stato membro di origine ai sensi del par. 2 dell'art. 30-bis. Tale approccio garantirebbe un punto di riferimento oggettivo, documentabile e coerente, riducendo i margini di interpretazione e facilitando l'adempimento da parte degli operatori.
- (vi) **Ritiro della notifica e periodo di divieto di 36 mesi:** l'articolo 32bis della AIFMD stabilisce che, per un periodo di 36 mesi successivi al ritiro della notifica di un FIA in uno Stato membro, i GEFIA non possono avviare attività di pre-commercializzazione relative a strategie di investimento identiche o simili a quelle del FIA oggetto di ritiro della notifica. In caso di FIA chiusi, tale previsione comporta che, anche successivamente alla chiusura del periodo di sottoscrizione, il gestore preferisca non procedere al ritiro della notifica, poiché ciò attiverebbe un periodo di 36 mesi durante il quale sarebbe vietata la pre-commercializzazione di un fondo successivo con la medesima strategia del FIA "de-notificato". Di conseguenza, alcuni FIA chiusi rimangono registrati anche una volta conclusa la raccolta delle sottoscrizioni. Tale impostazione comporta delle criticità derivanti dal fatto che il mantenimento della registrazione comporta costi a carico del fondo non giustificabili per gli investitori, poiché nella maggior parte degli Stati membri la mera registrazione per la commercializzazione comporta l'applicazione dei contributi di vigilanza. Si chiede pertanto che (i) il periodo di divieto di 36 mesi sia eliminato e (ii) che sia individuato un approccio coerente al ritiro della notifica, ad esempio chiarendo che quando un fondo non accetta ulteriori sottoscrizioni la notifica può essere ritirata in quanto non più necessaria. Come soluzione subordinata, sarebbe utile anche un chiarimento che la notifica può essere ritirata per i FIA chiusi in tutti gli Stati membri in cui non ci sono investitori.



- (vii) **Preavviso di un mese per la notifica di modifiche rilevanti e per la commercializzazione di nuove classi di quote:** l'articolo 93, paragrafo 8, della Direttiva UCITS prevede che, qualora vi siano modifiche alle informazioni già notificate all'Autorità di uno Stato membro ospite per la distribuzione cross-border di un fondo UCITS ovvero qualora il gestore intenda avviare la distribuzione cross-border di una nuova classe di quote, deve esserne data comunicazione alle NCA (sia dello Stato membro di origine sia dello Stato membro ospite) con preavviso di un mese. Questo periodo risulta essere più lungo di quello richiesto per la notifica iniziale di un nuovo fondo/comparto (10 giorni lavorativi ai sensi dell'art. 93, par. 2, della Direttiva UCITS) e rallenta significativamente i tempi per la commercializzazione, ostacolando la capacità dei gestori di rispondere prontamente all'interesse degli investitori. Si propone pertanto di intervenire su tale previsione per ridurre le tempistiche di preavviso e/o per semplificare il processo e la documentazione necessaria per tali notifiche.
- (viii) **Piattaforme di notifica:** molte ANC richiedono l'uso di piattaforme online nazionali per le notifiche di commercializzazione e gli aggiornamenti, ma questi sistemi variano notevolmente in termini di accessibilità e caratteristiche tecniche. Ad esempio, in Italia, il prospetto informativo, il KID e i moduli di sottoscrizione, nonché i relativi aggiornamenti, devono essere trasmessi in conformità a istruzioni operative emanate dalla Consob e riportate nella Guida DEPROF. È necessario introdurre una segnalazione armonizzata per standardizzare gli obblighi di notifica definiti a livello nazionale dalle singole autorità nazionali sulla base della vigilanza basata sul rischio.
- (ix) **Meccanismo del “doppio consenso”:** ai sensi dell'art. 43, comma 4, TUF un FIA italiano riservato che intenda commercializzare in Italia proprie quote o azioni deve inviare preventiva notifica alla Consob, la quale autorizza la commercializzazione “d'intesa con la Banca d'Italia” sui profili specificati nel successivo comma 5. Analoga formulazione è adottata nel caso di gestori di FIA UE e FIA non UE non riservati che intendano commercializzare tali FIA in Italia (art. 44, par. 5, TUF). La necessità per le due autorità di agire “d'intesa” ai fini dell'autorizzazione può causare ritardi anche significativi agli operatori, per effetto delle tempistiche necessarie al perfezionamento del consenso di entrambe le autorità. Si propone pertanto di eliminare tale meccanismo di “doppio consenso”.

5.2.2 Passaporto del gestore. Il quadro normativo comunitario in materia di passaporto del gestore è il frutto di una stratificazione di provvedimenti intervenuti nel tempo. Si propone dunque di unificare le regole sul passaporto del gestore nell'ambito del progetto di unificazione della disciplina sui gestori europei del risparmio che, proprio con riferimento a questo profilo, potrebbe esplicitare i maggiori benefici.

Fermo restando quanto sopra, si segnalano divergenze nell'attuazione nazionale o nelle prassi di vigilanza delle autorità competenti, derivanti anche da alcune questioni interpretative non risolte sulla effettiva ripartizione di competenze tra l'autorità “home” e l'autorità “host” nonché tra le autorità del gestore e del prodotto, specie nel caso in cui il gestore intenda avvalersi del passaporto per l'istituzione del fondo in uno Stato membro diverso da quello di domicilio. Tali divergenze potrebbero essere affrontate, ad esempio, promuovendo una maggiore convergenza tra gli approcci di vigilanza delle autorità competenti nazionali, creando una guida centralizzata a livello UE contenente i requisiti specifici dei singoli Stati membri (ad esempio in materia di marketing, comunicazioni agli azionisti o notifiche) e utilizzando la digitalizzazione per semplificare e rendere più efficiente il processo di notifica.



5.2.3 Passaporto del depositario. Assogestioni ritiene essenziale, per il comparto UCITS, mantenere il requisito secondo cui il fondo e il suo depositario debbano essere domiciliati nello stesso Stato membro. Tale previsione costituisce un pilastro fondamentale per garantire un'adeguata tutela degli investitori e assicurare un'efficace coordinamento tra le autorità di vigilanza. I depositari locali, infatti, grazie alla loro prossimità giuridica e operativa, svolgono un ruolo cruciale nel garantire il rispetto delle normative nazionali e nel facilitare un'interazione tempestiva e diretta con le autorità competenti e gli operatori di mercato.

In questo contesto, si rileva che la AIFMD ha già introdotto, con riferimento ai FIA, la possibilità – soggetta a specifiche condizioni e previa autorizzazione dell'autorità nazionale competente – di nominare un depositario stabilito in uno Stato membro diverso da quello di costituzione del fondo. Si tratta di una misura innovativa, che andrà attentamente monitorata nella sua applicazione pratica, al fine di valutarne l'impatto in termini di efficacia dei controlli, gestione dei rischi e tutela degli investitori, prima di ipotizzare un'estensione analoga al comparto UCITS.

5.2.4 Fusioni transfrontaliere tra Gestori. È essenziale agevolare le fusioni transfrontaliere tra gestori, poiché ciò consentirebbe loro di beneficiare di economie di scala, ampliare le opportunità di investimento per i risparmiatori europei e rafforzare la posizione globale del settore finanziario dell'UE. A tal fine, si propone di semplificare i processi di approvazione normativa e di istituire uno sportello unico per le autorizzazioni relative a fusioni e acquisizioni transfrontaliere all'interno dell'UE, coordinato a livello europeo ma attuato in collaborazione con le autorità nazionali. Questo approccio contribuirebbe a ridurre l'incertezza e gli oneri amministrativi, facilitando l'espansione transfrontaliera dei gestori. Un maggiore allineamento dei requisiti di vigilanza aiuterebbe inoltre i gestori a evitare inefficienze derivanti dalla necessità di conformarsi a regimi normativi molteplici e talvolta contrastanti.

5.2.5 Revisione legale dei Fondi e dei Gestori. La Direttiva 2006/43/CE relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati è stata attuata in modo diversificato negli Stati membri. Infatti, mentre in alcuni contesti nazionali (come Irlanda e Lussemburgo) le società di gestione non sono incluse nel novero degli "enti di interesse pubblico" o EIP, l'Italia riconduce le SGR (e i fondi comuni gestiti) ad una categoria "intermedia", prevedendo l'applicazione di alcune stringenti regole dettate per gli enti di interesse pubblico. Assogestioni ritiene auspicabile un intervento di armonizzazione a livello europeo, anche nell'ambito delle attività di convergenza esercitabili dall'ESMA.

5.2.6 Limiti agli investimenti degli UCITS. La riflessione avviata dalla Commissione europea in merito alla possibile revisione di taluni limiti di investimento previsti per i fondi UCITS — in particolare, i) la facoltà di assumere esposizioni più concentrate verso singoli emittenti laddove ciò risponda a una logica di benchmark *enhancement* e ii) un eventuale incremento del limite di investimento in un'unica emissione di strumenti di cartolarizzazione — solleva questioni legittime ma, a giudizio dell'Associazione, circoscritte, rispetto alle quali non si ravvisa al momento un'esigenza sistemica né una priorità urgente di intervento normativo.

Assogestioni ritiene invece che la priorità della Commissione debba piuttosto risiedere nell'assicurare un'applicazione uniforme e coerente delle disposizioni vigenti. In questa prospettiva appare opportuna una interpretazione univoca della nozione di "valore mobiliare" e delle categorie di strumenti finanziari eleggibili, che tenga anche conto dell'evoluzione dei mercati e degli obiettivi strategici dell'Unione. In particolare, si ritiene



necessario chiarire l'ammissibilità di strumenti con sottostanti innovativi, strutture ibride o classi di liquidità variabili, nonché l'inquadramento dell'investimento in organismi di investimento collettivo concepiti a livello europeo per canalizzare risorse verso l'economia reale nel lungo periodo, quali gli ELTIF e i fondi di credito.

5.3 PRIIPs Anche in relazione alla disciplina PRIIPs, emerge la necessità di un intervento di semplificazione. Il modo più semplice per snellire il KID sarebbe quello di eliminare elementi complessi e sproporzionati, come il calcolo dei costi di transazione impliciti e l'aggiornamento mensile degli scenari di performance. Per quanto riguarda i costi di transazione impliciti, sarebbe opportuno valutare l'abolizione di tale calcolo oneroso (in linea con la consultazione della FCA) ovvero riconsiderare l'uso obbligatorio della metodologia del "prezzo all'arrivo" per il loro calcolo. Questo metodo, infatti, risulta particolarmente gravoso per l'industria, senza apportare un reale valore aggiunto per gli investitori. Si auspica dunque l'introduzione di maggiore flessibilità, consentendo ai gestori di adottare approcci alternativi che, pur perseguendo lo stesso obiettivo di policy, richiedano minori sforzi operativi.

Sempre nell'ottica della semplificazione, dovrebbe essere eliminato l'obbligo di aggiornare mensilmente gli scenari di rendimento, tenuto conto che tali adempimenti si traducono in un'attività onerosa per i Gestori, con benefici limitati in termini di effettiva trasparenza e utilità informativa per gli investitori retail. Analogamente, anche a livello nazionale, andrebbe soppressa la comunicazione annuale ai partecipanti relativa alle variazioni degli scenari di rendimento, poiché gli scenari aggiornati sono già inclusi nel KID, oggetto di revisione periodica e pubblicato sul sito web.

6. Rimozione delle barriere regolamentari all'accesso degli investitori *retail*

6.1 La situazione attuale. Nel contesto della revisione dell'architettura regolamentare europea in materia di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, emerge con urgenza la necessità di rimuovere quegli ostacoli normativi e operativi che ancora limitano un pieno ed efficace coinvolgimento degli investitori, in particolare retail, nei mercati dei capitali. La realizzazione della *Savings and Investments Union* (SIU) e, più in generale, il rafforzamento del canale dell'investimento diretto e indiretto verso l'economia reale passano necessariamente attraverso un quadro normativo che, pur mantenendo elevati standard di tutela dell'investitore, risulti più proporzionato, accessibile e coerente con gli obiettivi strategici di crescita sostenibile e innovazione finanziaria.

In questo scenario, è fondamentale intervenire su specifici snodi della direttiva MiFID II, che, nella loro attuale formulazione o prassi applicativa, finiscono per creare inefficienze, disincentivi o barriere non giustificate all'accesso degli investitori a prodotti finanziari non complessi.

6.2. La posizione di Assogestioni. Le proposte che seguono intendono offrire un contributo concreto e mirato alla costruzione di un quadro regolamentare più abilitante per gli operatori e più favorevole alla partecipazione consapevole degli investitori ai mercati finanziari.

- 1. Introdurre una modalità proporzionata di valutazione di adeguatezza** nel caso di prestazione del servizio di consulenza avente ad oggetto prodotti non complessi (come gli OICVM non strutturati) in cui l'orizzonte temporale dell'investimento sia di medio-lungo periodo (es. finalità previdenziali, accumulo graduale, obiettivi di pianificazione



familiare). La proposta mira a: (i) favorire l'accesso dei risparmiatori retail alla consulenza finanziaria, rimuovendo ostacoli burocratici e costi eccessivi in contesti a basso rischio; (ii) promuovere l'investimento in prodotti efficienti, semplici e trasparenti, come gli OICVM armonizzati non strutturati, adatti a strategie di accumulo e pianificazione di lungo periodo; (iii) rafforzare il principio di proporzionalità nella regolamentazione finanziaria, garantendo un equilibrio tra tutela dell'investitore e oneri a carico degli intermediari. In questa prospettiva, potrebbero ad esempio prevedersi questionari semplificati e proporzionati o l'utilizzo di metodologie differenziate.

2. **Allargare il novero dei prodotti non complessi**, includendovi alcune tipologie di FIA aperti retail "regolamentati" e di FIA chiusi retail che prevedono nel regolamento la possibilità di liquidare anticipatamente l'investimento.
3. **Accompagnare la disciplina vigente sugli incentivi, da Linee Guida** elaborate dall'ESMA sulla base delle *best practice* definite dall'industria **nonché rafforzare il regime di enforcement**. Tali misure si ritengono sufficienti anche ai fini della revisione della RIS, senza dunque necessità di introdurre alcun divieto alla percezione di incentivi o l'effettuazione di ulteriori test sugli incentivi o *best interest test*.
4. **Promuovere il value for money come declinazione degli obblighi di product governance/price processing**, valorizzando presidi basati sul *peer grouping* interno dei produttori e distributori senza alcuna previsione di *benchmark* da parte delle autorità di vigilanza europee, le quali potrebbero limitarsi a prevedere metodologie di costruzione del peer group previamente condivise e sperimentate dall'industria.
5. **Introdurre una nuova categoria di clienti semi-professionali volta a consentire l'accesso a prodotti finanziari attualmente riservati agli investitori professionali** (similmente a quanto previsto dal legislatore europeo per i fondi Euveca, Eusef ed Eltif e, a livello nazionale, per i FIA riservati). L'introduzione di una definizione uniforme e trasversale nella MiFID II e nel Regolamento AIFMD/ Euveca, Eusef ed Eltif di investitore semiprofessionale consentirebbe di superare le diverse definizioni contenute in molteplici contesti normativi rendendo così più semplice: (i) l'accesso degli investitori all'economia reale; (ii) l'offerta *cross-border* dei FIA rivolti nei confronti degli investitori semiprofessionali (senza dunque sottostare all'applicazione del requisito di equivalenza delle discipline nazionali); (iii) l'applicazione delle regole di condotta da parte degli intermediari. In questa prospettiva dovrebbe essere riconosciuta la possibilità di offrire FIA riservati nei confronti dei clienti semiprofessionali senza obbligo di predisposizione del KID.
6. **Semplificare e rendere più efficace la comunicazione delle caratteristiche di sostenibilità ai clienti finali**, anche attraverso l'introduzione di etichette che facilitino l'identificazione immediata dei tratti distintivi dei prodotti e l'eliminazione delle ridondanze informative.
7. **Rendere più flessibile e coerente con quanto previsto dalla SFDR il processo di raccolta delle preferenze ESG degli investitori**, come disciplinato dalla cosiddetta "MiFID ESG" e dagli Orientamenti ESMA 35-43-3172.



7. Regolazione equa e trasparente dell'accesso ai dati di mercato da parte dei gestori.

L'accesso ai dati di mercato, ai benchmark e ai rating rappresenta un elemento critico lungo l'intera catena del valore nella gestione patrimoniale, incidendo su funzioni essenziali come la ricerca finanziaria, il pricing, le decisioni di trading, la conformità normativa e la rendicontazione agli investitori. Attualmente, tali dati sono prevalentemente forniti da operatori che occupano posizioni dominanti o oligopolistiche, i quali impongono condizioni contrattuali standardizzate, non negoziabili e caratterizzate da una scarsa trasparenza, con un impatto particolarmente oneroso non solo per i gestori di piccole dimensioni.

Il principio di “reasonable commercial basis” (RCB), introdotto dall'art. 13 del Regolamento MiFIR e sviluppato dagli artt. 84-89 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 e dall'art. 8 del Regolamento Delegato (UE) 2017/567, costituisce un primo tentativo di garantire l'equità nell'accesso ai dati di mercato. Tale principio e la sua concreta applicazione è oggi al centro anche del nuovo assetto normativo relativo al Consolidated Tape, che ne prevede un'applicazione rafforzata. In tale ambito, il RCB è destinato a regolare i criteri di determinazione del prezzo per i dati consolidati, imponendo obblighi di trasparenza, proporzionalità e accesso non discriminatorio, con l'obiettivo di superare le attuali inefficienze legate all'asimmetria informativa e all'eccessivo potere contrattuale dei fornitori di dati.

Al fine di assicurare l'efficacia applicativa del principio di “*reasonable commercial basis*” Assogestioni propone di: (i) chiarire a livello normativo che i prezzi dei dati debbano riflettere esclusivamente i costi effettivi, documentati e proporzionati, escludendo ogni riferimento al “valore percepito” dai clienti. In quest'ottica, si raccomanda l'abrogazione dell'art. 86(2) del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 e dell'art. 8(2) del Regolamento Delegato (UE) 2017/567, nonché la revisione di alcune proposte attualmente in fase di definizione per specificare l'applicazione concreta del principio del RCB nel CT (si veda, il progetto di RTS dell'ESMA del 16 dicembre 2024) che introducono elementi soggettivi ritenuti incompatibili con tale approccio; (ii) ampliare l'ambito di applicazione del RCB a ulteriori categorie di dati essenziali, tra cui: benchmark (anche non critici) ai sensi del Regolamento (UE) 2016/1011 (BMR), agenzie di rating registrate ai sensi del Regolamento (CE) n. 1060/2009 (CRA), fornitori di dati ESG e di dati riferiti ad asset non negoziati su mercati regolamentati, imponendo criteri di trasparenza tariffaria, proporzionalità e divieto di pratiche discriminatorie; (iii) introdurre una disciplina organica dei fornitori di dati finanziari, modellata sulle regole già esistenti per benchmark e agenzie di rating. Tale framework dovrebbe prevedere: obblighi di trasparenza sui costi, sui modelli di pricing e sulle condizioni contrattuali; garanzie di accesso equo, non discriminatorio e proporzionale; poteri di vigilanza e intervento per l'ESMA, comprese misure correttive in caso di abusi o pratiche anticoncorrenziali; istituzione di meccanismi di reclamo e risoluzione delle controversie accessibili agli utenti professionali.

Tali proposte si pongono in continuità con le recenti iniziative dell'Unione europea in materia di dati finanziari, inclusa la regolamentazione del Consolidated Tape e la strategia europea per i dati, contribuendo a costruire un ecosistema informativo equo, competitivo e sostenibile per tutti gli operatori.



8. Adozione delle tecnologie a registro distribuito nell'Asset Management.

La tokenizzazione di strumenti finanziari, ivi inclusi le quote e azioni di OICR, rappresenta un'opportunità concreta per superare le barriere non regolamentari all'integrazione dei mercati dei capitali nell'UE. La natura digitale, programmabile e interoperabile dei token permette di facilitare la connessione tra sedi di esecuzione (trading venues), aumentare la trasparenza delle transazioni e favorire la creazione di "liquidity bridges" automatici tra mercati frammentati.

Tuttavia, l'adozione di soluzioni tecnologiche basate su DLT è ostacolata da una serie di fattori: innanzitutto l'assenza di soluzioni di cash leg digitali, ma anche la mancanza di standard che favoriscano l'interoperabilità tra blockchain (ad esempio, con riferimento ad aspetti quali data taxonomy, smart contract e bridges) e tra DLT e infrastrutture tradizionali (ad esempio, relativi all'individuazione delle operazioni dei gestori che possono essere effettuate on-chain tramite smart contract). A quest'ultimo riguardo Assogestioni ritiene opportuno la definizione di standard nell'ambito delle misure di livello 3 dell'ESMA, attraverso il coinvolgimento attivo dell'industria e la valorizzazione delle *best practices* adottate dagli operatori anche a seguito delle sperimentazioni effettuate a livello nazionale ed europeo.

Con specifico riferimento all'adozione di soluzioni tecnologiche basate su DLT nell'ambito dell'Asset Management si rende necessario:

- (i) allineare i requisiti UCITS e AIFMD sulla custodia dei beni del fondo ai requisiti sulla custodia degli asset digitali previsti dagli articoli rilevanti di MiCAR sull'accesso e il controllo delle cripto-attività;
- (ii) favorire l'adozione da parte del mercato di soluzioni di cash leg alternative rispetto alla moneta di banca centrale, come moneta di banca commerciale, anche in forma tokenizzata, token di moneta elettronica o altre attività previste dalla normativa MiCAR utilizzabili a fini di pagamento, tenendo conto dell'esigenza di minimizzare e controllare attentamente il rischio di credito e di liquidità in linea con i più recenti standard internazionali;
- (iii) sviluppare un mercato secondario dei security token.

In particolare, con riferimento al punto sub (ii) riteniamo necessario che venga riconosciuta attraverso un intervento interpretativo o normativo specifico, la possibilità per i fondi UCITS di detenere per finalità di regolamento e gestione della liquidità EMTs ai sensi della MiCAR. In particolare, gli EMTs dovrebbero essere considerati strumenti di pagamento liquidi e stabili ai sensi dell'art. 50(1)(f) della Direttiva UCITS, presentando caratteristiche coerenti con i requisiti prudenziali propri degli strumenti detenibili dai fondi UCITS. Gli EMTs, infatti, mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale e periodicamente dimostrabile; garantiscono il diritto al rimborso a richiesta, in qualsiasi momento e al valore nominale; la loro emissione è riservata a enti creditizi e istituti di moneta elettronica (IMEL) autorizzati, sotto la vigilanza delle autorità competenti.

L'integrazione degli EMT negli UCITS rappresenta un passo coerente con l'evoluzione del quadro normativo europeo, rafforza la competitività dell'industria UE nel contesto digitale e consente di sfruttare appieno le potenzialità offerte dalla tokenizzazione, preservando i presidi di stabilità e tutela dell'investitore tipici del modello UCITS. Diversamente, i fondi UCITS sarebbero tenuti a detenere liquidità in valuta tradizionale, convertendola in EMT tramite intermediari terzi per completare operazioni interamente on-chain, con un aggravio



in termini di tempistiche, costi e complessità operativa, nonché un aumento del rischio operativo e di settlement.

Per quanto riguarda lo sviluppo del mercato secondario dei security token si propone di modificare DLT Pilot regime e, in particolare, di: (i) innalzare i limiti di ammissibilità del regime, al fine di consentire la sperimentazione di progetti su scala più ampia, attribuendo all'ESMA il potere di riesaminare tali limiti per adattarli più tempestivamente agli sviluppi del mercato; (ii) introdurre maggiore proporzionalità nell'ambito del regolamento, basata sulla dimensione e sulla natura del progetto, assicurando nel contempo una maggiore convergenza delle prassi di vigilanza in UE; (iii) terminato il regime di sperimentazione temporaneo previsto dal DLT Pilot regime, inserire in via definitiva delle deroghe alla tradizionale disciplina dei mercati in caso di trading su DLT, migrando verso un'applicazione "principle-based" di CSDR e MiFID II, che consenta e favorisca la negoziazione degli strumenti finanziari digitali nei mercati tradizionali.

9. Disciplina europea armonizzata in materia di Diversity, Equity and Inclusion.

L'attuale frammentazione normativa in materia di politiche di Diversity, Equity and Inclusion (DEI) tra i diversi mercati regolamentati – con obblighi presenti solo per banche e imprese di investimento – rischia di compromettere la coerenza regolamentare e di indebolire la competitività complessiva del settore europeo. In tale contesto, si propone l'adozione di una disciplina armonizzata in materia di DEI per tutte le istituzioni finanziarie, compresi gestori di fondi, assicurazioni e fondi pensione. La proposta potrebbe basarsi sui seguenti profili: (i) definizione comune dei concetti di "diversity", "equity" e "inclusion" per aumentarne la comprensione e garantire coerenza nell'UE; (ii) applicazione trasversale a tutte le entità "regolamentate" europee (banche, imprese di investimento, gestori di fondi, imprese assicurative, fondi pensione); (iii) applicazione proporzionata, tenendo conto della dimensione e delle caratteristiche della singola entità finanziaria; (iv) adozione di politiche e strategie non limitate agli organi societari ma estese anche al personale; (v) monitoraggio e misurazione dei progressi attraverso la definizione di obiettivi e traguardi; (vi) previsione di programmi di formazione su tematiche DEI.

10. Rafforzamento dell'integrazione e della trasparenza dei mercati finanziari.

10.1 MiFID, ricerca finanziaria e regole sugli *inducement*: esonero esplicito per la ricerca finanziata dalle imprese di investimento (società di gestione). Per realizzare in modo concreto gli obiettivi del Listing Act — rafforzare l'accesso delle PMI europee al mercato dei capitali e ridurre gli oneri regolamentari non proporzionati — è fondamentale intervenire con chiarezza sull'articolo 24(9a) della Direttiva MiFID II e/o sui relativi atti delegati attualmente in fase di definizione, anche alla luce del *Technical Advice* trasmesso da ESMA l'8 aprile 2025.

In particolare, si ritiene cruciale garantire che le società di gestione possano continuare ad acquisire ricerca finanziaria da fornitori terzi utilizzando risorse proprie, nel pieno rispetto dei principi di trasparenza e di prevenzione dei conflitti di interesse, senza l'introduzione di nuovi vincoli amministrativi. Una regolamentazione eccessivamente prescrittiva rischierebbe, infatti, di penalizzare proprio quegli operatori che investono nella qualità dell'analisi e che sostengono direttamente i costi della ricerca, ostacolando indirettamente la copertura delle PMI da parte degli analisti indipendenti e, di conseguenza, il pieno sviluppo del mercato azionario europeo.



Un approccio normativo semplice, coerente e proporzionato è condizione necessaria per promuovere un ecosistema finanziario competitivo, efficiente e inclusivo. In tale prospettiva, riteniamo essenziale affermare con chiarezza che la ricerca finanziata con risorse proprie non costituisce un *inducement* ai sensi della MiFID II e non debba pertanto essere soggetta a obblighi di valutazione o trasparenza specifici che non apportano alcun valore aggiunto per il gestore o per l'investitore, ma generano unicamente costi operativi e oneri amministrativi non giustificati.

10.2 Best execution: mantenimento di un approccio europeo proporzionato. L'attuale impostazione europea in materia di best execution, basata su una pluralità di criteri, rappresenta un punto di forza del quadro regolamentare dell'Unione. La normativa europea, infatti, oltre al parametro del costo, valorizza in modo equilibrato ulteriori elementi quali la probabilità di esecuzione, la rapidità, la natura e la dimensione dell'ordine, nonché l'impatto sul mercato — tutti fattori di cruciale rilevanza per gli investitori istituzionali, in particolare per le società di gestione del risparmio. Questa impostazione garantisce che tutti gli aspetti del processo di esecuzione siano ottimizzati per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente.

In tale prospettiva, è fondamentale che l'evoluzione del quadro normativo europeo in materia mantenga un'impostazione proporzionata, coerente e differenziata. Alcune delle proposte contenute nella bozza di standard tecnici di regolamentazione (RTS) pubblicata da ESMA, volte a precisare i criteri per la definizione e la valutazione delle politiche di esecuzione degli ordini da parte delle imprese di investimento nell'ambito della revisione di MiFID II, non appaiono sufficientemente calibrate sulle specificità operative delle società di gestione che prestano servizi MiFID, come la gestione di portafogli. In particolare, ciò emerge quando tali soggetti si avvalgono di un intermediario in modalità "*request for quote*", ad esempio per l'acquisto di obbligazioni o strumenti derivati, con l'obiettivo di garantire la migliore esecuzione per il cliente. In questi casi, l'applicazione indistinta degli obblighi previsti – in particolare per quanto riguarda il monitoraggio e la valutazione delle policy di esecuzione - rischia di tradursi in oneri amministrativi e operativi eccessivi, non proporzionati rispetto alla struttura e all'operatività delle società di gestione, soprattutto quelle di minori dimensioni. Sarebbe pertanto auspicabile un approccio proporzionato, più mirato e differenziato per tipologia di operatore, che tenga conto delle specificità del settore dell'asset management e consenta di preservarne la competitività nel contesto europeo.

10.3 Consolidated Tape: trasparenza e integrità del mercato. Nel continuare a sostenere con convinzione l'importanza dell'introduzione dei Consolidated Tape (CT) quale leva per rafforzare la trasparenza e l'integrazione del mercato unico dei capitali, riteniamo che l'evoluzione del futuro CT sulle azioni e ETF dovrebbe seguire alcuni principi fondamentali, volti a garantirne la piena efficacia informativa e la coerenza con la struttura del mercato europeo.

In primo luogo, si auspica l'eliminazione dell'anonimato nella rappresentazione del *European Best Bid and Offer* (EBBO), così da consentire l'identificazione della sede di esecuzione di ciascuna proposta e aumentare la leggibilità del dato da parte degli operatori. Inoltre, risulterebbe opportuno ampliare la profondità del book visualizzato fino alle prime cinque fasce di prezzo (price levels), in modo da restituire un'immagine più completa e significativa della formazione dei prezzi nei mercati regolamentati.

In secondo luogo, appare necessario adottare un approccio prudenziale rispetto all'eventuale inclusione nel CT delle proposte pre-trade provenienti dagli Internalizzatori



Sistematici (SI). Sebbene tali soggetti rappresentino una componente significativa della liquidità OTC, essi operano secondo regole di quotazione profondamente diverse rispetto a quelle vigenti nei mercati regolamentati: le loro proposte sono, infatti, altamente dinamiche, spesso revocabili in tempi brevissimi, e calibrate su base bilaterale. Una loro aggregazione indistinta nel CT, come se fossero equiparabili a ordini lit, rischierebbe di generare segnali distorti e fuorvianti, con potenziali conseguenze negative potenzialmente penalizzanti per gli investitori meno sofisticati, tra cui l'incremento di pratiche di arbitraggio ultraveloce.

Pertanto, prima di estendere la copertura pre-trade del CT a componenti di mercato non omogenee, si ritiene indispensabile condurre un'analisi d'impatto approfondita, al fine di garantire che la nuova infrastruttura contribuisca effettivamente al rafforzamento, e non al deterioramento, del contenuto informativo disponibile per tutti gli operatori di mercato.

10.4 L'estensione degli orari di borsa: una scelta da valutare con attenzione. In un contesto finanziario sempre più globalizzato e digitalizzato, la flessibilità operativa dei mercati rappresenta un obiettivo legittimo. La capacità di adattarsi alle esigenze degli operatori internazionali, di rispondere tempestivamente a eventi inattesi e di ampliare l'accesso agli investitori costituisce un elemento chiave di un'infrastruttura di mercato moderna e competitiva. Tuttavia, ogni evoluzione degli orari di negoziazione — in particolare l'ipotesi di estendere il trading azionario europeo verso un modello quasi continuativo (24/5) — richiede un'attenta valutazione, che tenga conto dell'effettiva domanda, delle caratteristiche strutturali del mercato europeo e delle implicazioni operative e sistemiche.

In tale prospettiva, si esprime una posizione di marcata prudenza rispetto all'estensione degli orari di negoziazione nei mercati azionari europei. Le riserve si fondano sulle seguenti considerazioni:

1. Domanda limitata e struttura del mercato: a differenza del contesto statunitense — caratterizzato da una vasta base di investitori retail e dalla presenza di molteplici fusi orari — il mercato europeo presenta una partecipazione individuale più contenuta. Le borse europee già offrono finestre di trading relativamente estese (8-9 ore al giorno) che possono essere viste come sufficienti. Un'ulteriore estensione degli orari rischierebbe di distribuire gli stessi volumi su un arco temporale più ampio, generando una frammentazione della liquidità e compromettendo l'efficienza del processo di price discovery.
2. Costi operativi e complessità gestionale: l'estensione dell'orario di negoziazione comporterebbe oneri aggiuntivi significativi per tutti i partecipanti al mercato — buy-side, sell-side, market makers, servizi di post-trading — che dovrebbero garantire una copertura operativa e tecnologica continuativa. In particolare, l'inclusione delle ore notturne richiederebbe la disponibilità costante di risorse umane, l'adeguamento delle infrastrutture e una maggiore capacità di gestione del rischio, soprattutto in presenza di eventi di mercato imprevedibili o rilevanti, con implicazioni potenzialmente critiche per l'operatività e la stabilità dei mercati che dovrebbero essere gestite in tempo reale.

Alla luce di tali elementi, riteniamo che ogni eventuale evoluzione del regime di orario debba essere preceduta da un'analisi costi-benefici approfondita, fondata su evidenze empiriche, valutazioni di impatto e un ampio coinvolgimento degli operatori di mercato. La priorità deve restare il rafforzamento dell'efficienza e dell'attrattività dei mercati europei, evitando soluzioni che rischiano di comprometterne la qualità e la resilienza operativa.



10.5 Concorrenza nelle aste di chiusura. Negli ultimi anni, le aste di fine giornata hanno assunto un ruolo sempre più centrale nei mercati regolamentati: in alcune borse europee, la fase di *closing auction* rappresenta ormai fino al 40% dei volumi di scambio giornalieri. Questo fenomeno è riconducibile, in larga misura, alla crescente concentrazione della liquidità nelle fasi finali della giornata e alla progressiva affermazione degli investimenti passivi, in particolare dei fondi indicizzati e degli ETF.

Il valore del meccanismo di asta di chiusura è ampiamente accolto con favore in quanto fornisce, in generale, liquidità concentrata e facilita l'esecuzione su larga scala con un impatto minimo sul mercato.

In questo contesto, una maggiore concorrenza tra le sedi di esecuzione potrebbe generare benefici rilevanti per l'intero ecosistema degli investimenti. Si vedono dunque con favore iniziative volte a introdurre modalità alternative di asta, a condizione che siano accompagnate da un adeguato presidio regolamentare.

10.6 CSDR - penali per *fail* di regolamento: semplificare e armonizzare la redistribuzione. Il tema delle penali per i mancati regolamenti (*settlement fail*) rappresenta una questione delicata e oggetto di dibattito a livello europeo. Si riconosce pienamente l'utilità di un meccanismo dissuasivo nei confronti di comportamenti sistematicamente inefficienti, coerente con l'obiettivo di rafforzare la disciplina di mercato e la stabilità del post-trading. Tuttavia, riteniamo essenziale che tale meccanismo venga reso più semplice, coerente e armonizzato su scala unionale.

Attualmente, le modalità di applicazione, raccolta e redistribuzione delle penali previste dal Regolamento (UE) n. 909/2014 sul regolamento delle operazioni in titoli (CSDR) variano in modo significativo tra Stati membri. Tali difformità generano complessità operative, oneri amministrativi e talvolta distorsioni competitive. In particolare, le difficoltà di coordinamento tra il quadro previsto dal CSDR e le normative settoriali applicabili ai fondi di investimento — sia di matrice europea (es. UCITS, AIFMD) che nazionale — hanno determinato approcci divergenti tra i diversi ordinamenti, e in taluni casi anche tra gestori attivi nello stesso Stato membro.

Si propone, pertanto, di procedere verso un'armonizzazione delle pratiche di gestione e allocazione delle penali, finalizzata a garantire maggiore chiarezza e efficienza per tutti gli operatori coinvolti. In tale contesto, è altresì fondamentale assicurare che il cliente finale non subisca svantaggi o penalizzazioni rispetto a uno scenario di regolamento puntuale, preservando l'equità del sistema e la tutela dell'investitore.