

ATTUALITÀ

Quotazione dei fondi in Italia: riflessioni sulle recenti novità regolamentari

15 Gennaio 2026

Agostino Papa, Partner, DLA Piper



Agostino Papa, Partner, DLA Piper

> Agostino Papa

Avvocato di regolamentazione finanziaria e gestione collettiva del risparmio, con oltre 20 anni di esperienza nell'assistenza a GEFIA, banche, assicurazioni, imprese d'investimento, istituti di pagamento e altri intermediari regolamentati nazionali e internazionali nelle aree della regolamentazione e della compliance, nella strutturazione dei prodotti e delle operazioni e nell'AML.

1. Premessa e quadro normativo

Negli ultimi anni, gli strumenti di gestione collettiva del risparmio sono stati indubbiamente protagonisti di un importante *trend* evolutivo, sia sotto il profilo della complessità strutturale, regolamentare e di offerta, sia anche in punto di modalità distributive e di negoziazione, anche per effetto della spinta verso la democraticizzazione degli stessi e l'impatto progressivo dei processi di armonizzazione normativa. In tale contesto, sebbene l'Italia rappresenti un mercato comunque significativo e importante (in particolare, per quanto rileva, nel segmento dedicato alla negoziazione degli ETF, caratterizzato da un'ampia offerta e da elevata liquidità e profondità) non sorprende eccessivamente rilevare un generico ritardo di diffusione e di dimensione rispetto alle altre principali giurisdizioni e *hub* europei; un mercato di quotazione più ricercato e competitivo, evidentemente, non significa solo un maggior numero di operatori e di prodotti in offerta, con benefici sulla forza del mercato e sull'economicità per gli investitori, ma rappresenta anche un volano mediato ma efficace di crescita qualitativa per l'intera *industry* nazionale, con lo stimolo e la presenza di operatori di dimensione internazionale e la necessaria ricerca di prodotti più innovativi e complessi.

Per quanto precede, la disciplina nazionale del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento Emittenti), nella parte in cui richiedeva la redazione e pubblicazione di uno specifico documento per la quotazione, è stata sottoposta a revisione dalla CONSOB, con l'obiettivo dichiarato di semplificare gli oneri informativi e di allineare il regime domestico a quello degli altri Stati membri dell'Unione Europea. E ciò, al fine di minimizzare le duplicazioni informative e di contribuire a rafforzare la competitività della piazza italiana nel processo di listing degli OICR.

La misura più rilevante consiste quindi e proprio nell'eliminazione, per i FIA italiani e UE aperti riservati gestiti da un GEFIA UE e per gli OICVM UE, dell'obbligo prima previsto dagli articoli 59 e 60 del Regolamento Emittenti, di redigere e pubblicare, ai fini dell'ammissione alle negoziazioni delle rispettive quote o azioni in un mercato regolamentato italiano, il documento per la quotazione redatto secondo lo Schema 2 dell'Allegato 1B al Regolamento Emittenti. Tale documento, fino ad oggi, integrava il prospetto e il KID/KIID con informazioni specifiche in particolare sulla negoziazione secondaria, sulla valorizzazione intraday (iNAV), sugli operatori a sostegno della liquidità e sul trattamento fiscale per gli investitori retail.

In dettaglio, il documento per la quotazione era suddiviso in tre paragrafi, relativi alle *“Informazioni generali relative all’ammissione alle negoziazioni”*, nel cui ambito erano previste una descrizione sintetica dell’OICR e un’informativa sui rischi, sull’avvio delle negoziazioni, sulla negoziabilità delle quote/azioni e sulle modalità di rimborso, sulle operazioni di acquisto/vendita mediante tecniche di comunicazione a distanza, sugli operatori a sostegno della liquidità, sul valore indicativo del patrimonio netto (INAV), sui dividendi; alle *“Informazioni economiche”*, nel cui ambito erano previste informazioni sugli oneri direttamente o indirettamente a carico dell’investitore e sul regime fiscale; e alle *“Informazioni aggiuntive”*, che comprendeva informazioni relative alla valorizzazione dell’investimento e l’informativa agli investitori.

Si trattava, in definitiva, dell’esercizio da parte dell’Autorità nazionale di una facoltà riconosciuta dall’articolo 113-bis, comma 3 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), volta a bilanciare il contenuto informativo di cui alla disciplina europea con informazioni in italiano e con ulteriore dettaglio, tanto di maggiore utilità astratta quanto minore fosse stata l’esperienza e abitudine dell’investitore o, in definitiva e in modo più dirimente, il livello armonizzato di informazioni prescritte dalla disciplina europea applicabile.

Parallelamente, sono state riviste le informazioni previste nel prospetto per l’ammissione alle negoziazioni di quote e azioni di OICR italiani, di cui all’Appendice allo Schema 1 dell’Allegato 1B del Regolamento Emittenti, con l’obiettivo di garantire parità di trattamento tra prodotti nazionali ed esteri e di eliminare ripetizioni e duplicazioni informative non necessarie. In particolare, dall’Appendice sono state eliminate le informazioni che non sono rinvenibili nella normativa europea di riferimento o che costituiscono una ripetizione di quanto già previsto nello Schema di prospetto, mantenendo quelle che derivano dagli Orientamenti ESMA/2014/937.

Per altro profilo, con l’eliminazione del documento per la quotazione è stata rivista, conseguentemente, la tempistica di pubblicazione (ormai solo) del prospetto e del KID/KIID, prima invece funzionale al processo di revisione del documento per la quotazione da parte di Consob e alla richiesta di modifiche e integrazioni allo stesso: la pubblicazione è ora prevista – anche per effetto di quanto osservato in consultazione – non più decorsi 10 giorni dalla data di ricezione del documento da parte della Consob, ma almeno il giorno precedente l’avvio delle negoziazioni, riducendo i termini di preavviso e abbreviando il *time to market* per le quotazioni. In caso di ammissione a quotazione, d’altra parte Consob avrebbe

già la disponibilità dei documenti ricevuti dall’Autorità del paese di origine nel contesto della notifica di commercializzazione in Italia (di cui all’art. 93.3 della Dir. UCITS IV), non avendo neppure sotto tale aspetto bisogno di un termine procedurale apposito.

2. Considerazioni di sintesi

Se è indubitabile che ogni processo di semplificazione normativa (così come, in particolare, quello di cui qui si parla) contribuisce, da un lato, ad eliminare duplicazioni documentali e informative – che oltre a poter creare confusione nel lettore e a poter annegare altre informazioni invece rilevanti – e, dall’altro lato, a ridurre i costi e i tempi amministrativi ed economici per gli emittenti ed operatori interessati, in questo caso alle modifiche introdotte può anche riconoscersi un allineamento agli standard normativi e di mercato europei che potrebbe astrattamente effettivamente almeno contribuire a migliorare l’attrattività della piazza italiana (ovviamente insieme agli altri fattori e costi rilevanti) rispetto alle altre *trading venues* europee nell’ambito del processo di *listing* di tali strumenti, in un contesto sempre più integrato a livello internazionale.

Di qui il generale favore incontrato, anche in consultazione, rispetto alle modifiche in commento, che rappresentano un passo di concreto allineamento con il contesto regolamentare europeo e di semplificazione e riduzione dei costi connessi ai processi di listing e ingresso sul mercato italiano; contraltare prudenziale di quanto precede è, però, la verifica del mantenimento del livello di tutela e trasparenza per l’investitore *retail*, a fronte dell’eliminazione di duplicazioni di “titoli” informativi cui potrebbe però eventualmente riconoscersi un diverso livello concreto di dettaglio o di fruibilità pratica.

Sul punto, è la stessa Consob a confermare espressamente come il venir meno del documento per la quotazione, di derivazione nazionale, non possa inficiare il quadro di tutele informative riconosciute agli investitori – dalla stessa disciplina eurounitaria cui in definitiva gli interventi in commento si allineano – ritenendo che l’informativa precontrattuale prevista dalla direttiva UCITS e dal Regolamento PRIIPs già contenga quanto in grado di permettere ad un investitore di prendere decisioni informate di investimento, anche nell’ipotesi in cui le quote o azioni siano ammesse alle negoziazioni. E ciò tenuto conto, in altri termini, che le modifiche regolamentari in esame non comportano una riduzione dei presidi informativi a tutela degli investitori assicurati dalla complessiva documentazione d’offerta prevista

dalla normativa europea di riferimento e contemplata, come sopra riportato, anche dal Regolamento Emittenti.

In conformità al quadro normativo europeo, il Regolamento Emittenti, tra i documenti da pubblicare per la quotazione in Italia degli OICR aperti UE, include anche: (x) per gli OICVM UE (*cfr.* art. 60, comma 1): i) il prospetto approvato dall'Autorità del loro Stato membro di origine; ii) il KID (*Key Information Document* - Regolamento PRIIPs e Regolamento delegato (UE) 2017/653 della Commissione) o il KIID (*Key Investor Information Document* - art. 78 della UCITS e regolamento di esecuzione (UE) n. 583/2010 della Commissione); (y) per i FIA italiani e UE aperti riservati gestiti da un GEFIA UE, il prospetto previsto dalla legislazione dello Stato membro di origine del GEFIA (*cfr.* art. 59, comma 1-ter e art. 60, comma 3-ter). Inoltre, alcuni presidi informativi riportati nel documento per la quotazione sono previsti dagli Orientamenti ESMA/2014/937/IT su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM e, pertanto, sono comunque inseriti nella documentazione d'offerta approvata nello Stato membro d'origine degli OICR UE che intendano quotarsi sul mercato italiano, usufruendo dell'istituto del passaporto europeo (e mantenuti nell'Appendice allo Schema 1 dell'Allegato 1B del Regolamento Emittenti per invece i fondi italiani, come detto sopra).

Il documento per la quotazione, in altri termini, essendo soltanto di matrice nazionale e non essendo richiesto dalla normativa europea di riferimento (UCITS e AIFMD), avrebbe nel tempo visto ridursi il suo valore informativo, in parallelo e in conseguenza degli adempimenti via via introdotti dalla normativa europea, in base ai quali gli investitori sono già destinatari dell'informativa presente nel prospetto e nel KID o nel KIID; detta informativa, prosegue l'Autorità, risulterebbe già, appunto, più dettagliata e specifica rispetto a quella prevista nel documento per la quotazione.

Né a diverse conclusioni si arriva con riferimento alle altre modifiche apportate e di cui si è detto sopra. In particolare, dall'Appendice prevista nello Schema 1 dell'Allegato 1B - in punto di informazioni del prospetto di ammissione alle negoziazioni di OICR aperti italiani - sono state proprio eliminate le informazioni non rinvenibili nella normativa europea di riferimento o che costituiscono una ripetizione di quanto già previsto nello Schema di prospetto. Così, ad esempio e rispettivamente, vengono cancellati, da un lato, nella sezione "Informazioni generali", il paragrafo "Gli operatori che sostengono la liquidità", nella sottosezione A.2 "Informazioni relative alla quotazione", il paragrafo "Negoziabilità delle quote/azioni" e,

dall'altro lato, nella citata sottosezione A.2, anche il paragrafo "Dividendi", e nella sezione "Informazioni sulle modalità di investimento/disinvestimento sul mercato di negoziazione e di rimborso", il paragrafo "Modalità di rimborso".

Sono invece state mantenute le informazioni che derivano direttamente dai citati Orientamenti ESMA/2014/937/IT su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM e che, quindi, devono continuare ad essere fornite, essendosi la Consob conformata a tali Orientamenti e le informazioni che derivano dalla normativa europea di riferimento e, in particolare, dalla Direttiva UCITS (ad esempio, nella citata sottosezione A.2, rispettivamente i paragrafi "Composizione del portafoglio" e "Valore indicativo del patrimonio netto (INAV)", da una parte, e l'informazione relativa ai mercati di negoziazione, paragrafo "Avvio delle negoziazioni").

Infine, rispetto al previgente termine di 10 giorni, intercorrente fra ricezione e pubblicazione di prospetto e (ex) documento di quotazione, veniva generalmente ritenuto da molti soggetti esteri come un appesantimento e un rallentamento procedurale per l'ammissione alle negoziazioni degli ETF sul mercato italiano, in rapporto con le regole di *listing* degli altri Paesi UE, più snelle e con tempistiche più contenute. A ciò si aggiungeva la relativa incertezza rispetto, soprattutto, alle ipotesi di procedimenti di quotazione contemporanea in più giurisdizioni e mercati o, ancora, ad esempio, rispetto al prospettato mercato europeo unico di *Euronext* per gli ETF, dove possibili differenze nei processi e nella documentazione avrebbero rischiato di creare ritardi o, prudenzialmente, arbitraggi sfavorevoli alla piazza italiana.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
