

ARTICOLI

Gli interventi di semplificazione della Legge Capitali

ANDREA TURI

Responsabile della Divisione Vigilanza Intermediari e Protezione Investitori
Consob

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Gli interventi di semplificazione della Legge Capitali

ANDREA TURI

Responsabile della Divisione Vigilanza Intermediari e Protezione Investitori
Consob

SOMMARIO*: 1. Le semplificazioni legate alla razionalizzazione dei rapporti tra Banca d'Italia e Consob. - 2. Le semplificazioni discendenti dall'inclusione delle Casse di Previdenza tra i clienti professionali di diritto. - 3. La nuova disciplina dei gestori sotto-soglia. - 4. Il trigger della semplificazione e dell'alleggerimento degli oneri amministrativi anche in ambito europeo: le modifiche introdotte dalla Retail Investment Strategy.

1. Le semplificazioni legate alla razionalizzazione dei rapporti tra Banca d'Italia e Consob

Il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, di attuazione della delega prevista dalla legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali), in considerazione delle competenze attribuite a Banca d'Italia (organizzazione e sana e prudente gestione) e Consob (trasparenza e correttezza), ha perseguito, *inter alia*, l'obiettivo della razionalizzazione dei procedimenti amministrativi, tramite la concentrazione degli stessi in capo all'Autorità a cui sono ascrivibili in maniera principale o esclusiva le competenze di vigilanza.

In tal senso, è stata prevista l'eliminazione di alcuni pareri reciproci mediante l'attrazione di alcune aree nell'esclusiva competenza di una delle due Autorità, tenendo a mente la costante e proficua collaborazione tra le medesime, al fine di garantire comunque il coinvolgimento dell'altra ove ciò risulti opportuno.

In questo quadro, alla Consob è ora attribuita in via esclusiva l'autorizzazione all'operatività in Italia di imprese di Paesi terzi diverse dalle banche nei casi di libera prestazione di servizi e per le attività di investimento rivolte a controparti qualificate o clienti professionali di diritto. In tal caso, quindi, viene meno la richiesta obbligatoria di parere

*Le opinioni espresse non impegnano l'Istituto di appartenenza.

a Banca d'Italia attualmente prevista dall'art. 28, comma, 6 del TUF. Tale innovazione normativa tiene conto della circostanza che la vigilanza prudenziale nei confronti delle imprese di investimento di Paesi terzi operanti in libera prestazione di servizi ricade esclusivamente nelle competenze dell'autorità di vigilanza (prudenziale) del Paese di origine.

Alla Banca d'Italia, invece, è assegnata in via esclusiva la valutazione dei requisiti degli esponenti aziendali delle SIM (nonché delle SGR, delle Sicav e delle Sicaf) sia in sede di autorizzazione che nel continuo dei partecipanti al capitale, nonché la competenza sull'operatività all'estero delle SIM italiane.

Infatti, si osserva che tali verifiche di valutazione degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale di cui agli art. 13 e 14 del TUF costituiscono un presidio fondamentale per assicurare un governo societario improntato a criteri di sana e prudente gestione e che, ai sensi dell'art. 5, comma 2, del TUF, ai fini del perseguimento degli obiettivi di vigilanza, la *“Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari”*⁰¹.

Anche con riguardo alla scelta di attribuire di nuovo alla Banca d'Italia (così come è avvenuto fino al 2017) la competenza sull'operatività delle SIM in altri Paesi UE ed extra UE, sia nella modalità della libera prestazione di servizi, sia mediante stabilimento di succursale, rientra nell'ottica di razionalizzazione del riparto di competenze tra Consob/Banca d'Italia, avendo riscontrato nell'esperienza concreta di questi ultimi anni che nei casi di specie appaiono preminenti e rilevanti valutazioni con riferimento agli aspetti relativi all'adeguatezza patrimoniale ed organizzativa (di diretta competenza Banca d'Italia), piuttosto che profili di corretta e trasparente prestazione dei servizi (di diretta competenza Consob).

La Consob è ora esclusivamente competente per la potestà regolamentare in materia di pre-commercializzazione, nonché di commercializzazione in Italia di quote o azioni di OICVM UE (art. 42, commi 1, 3 e 4-bis, in cui è soppresso l'obbligo, per la Consob, di sentire la Banca d'Italia per l'emanazione della relativa normativa secondaria).

In merito, invece, al procedimento della Consob per l'avvio della commercializzazione, la riforma non si è spinta fino all'eliminazione dell'intesa della Banca d'Italia. Al riguardo,

⁰¹ Si rammenta che in un'ottica sistemica, secondo quanto previsto dall'art. 4-sexies.1, comma 6, lettera f), del TUF, la Banca d'Italia è l'Autorità competente a verificare – sia in sede di autorizzazione che nel continuo – la sussistenza dei requisiti degli esponenti aziendali del fornitore di servizi di *crowdfunding*. Analogamente, l'art. 17, comma 3, lettera b), del decreto legislativo 5 settembre 2024, n. 129 per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR) attribuisce alla sola Banca d'Italia la competenza a vigilare – sia in sede di autorizzazione che nel continuo – sull'osservanza delle disposizioni del citato regolamento, tra l'altro, in materia di esponenti aziendali dei prestatori di servizi per le crypto-attività. Analogamente è attribuita in via esclusiva alla Banca d'Italia la verifica della sussistenza dei requisiti dei partecipanti qualificati al capitale dei fornitori di servizi di *crowdfunding* e dei prestatori di servizi per le crypto-attività.

infatti, rilevano competenze specifiche della Banca d'Italia in materia, ad esempio, di rappresentazione nel regolamento di gestione dei *liquidity management tools*.

In materia di commercializzazione dei FIA riservati, giova peraltro ricordare come la Consob abbia posto in essere una semplificazione della procedura con conseguente compressione delle tempistiche dei propri procedimenti in materia di commercializzazione di FIA riservati (art. 43, comma 4, TUF).

Rileva, al riguardo, la delibera Consob n. 22888 del 15 novembre 2023 (che ha aggiornato la delibera n. 20448 del 22 maggio 2018), con la quale sono state attribuite ai Responsabili di Divisioni alcune attività (prima devolute allo scrutinio della Commissione), tra cui appunto quella in materia di commercializzazione di FIA riservati.

Al riguardo, l'attribuzione al Responsabile della Divisione Vigilanza Intermediari e Protezione Investitori della decisione del relativo procedimento – con conseguente notevole snellimento operativo – è conferita se:

- la Commissione ha già approvato la commercializzazione di un FIA riservato istituito dalla medesima SGR;
- le quote del FIA non sono commercializzate presso gli investitori (*retail*) individuati dall'art. 14, comma 2 del D.M. 5 marzo 2015, n. 30;
- l'OICR non è classificato come prodotto finanziario avente obiettivi sostenibili ai sensi dell'art. 9 del Regolamento (UE) 2019/2088 (relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari);
- e, infine, se non risultino reclami o esposti nei confronti della SGR negli ultimi tre anni.

2. Le semplificazioni discendenti dall'inclusione delle Casse di Previdenza tra i clienti professionali di diritto

L'inclusione delle Casse tra i clienti professionali di diritto

Come noto, il citato decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47 ha espressamente ricompreso le Casse tra i clienti professionali di diritto.

L'intervento si colloca nel solco di un processo già avviato dal legislatore con la modifica, introdotta dalla medesima Legge Capitali, dell'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), n. 1, del TUF, che aveva attribuito agli enti di previdenza la qualifica di controparti qualificate. Tale qualificazione, tuttavia, era incentrata sulla categoria delle controparti qualificate, richiamata solo con riferimento a taluni servizi di investimento ma non per i servizi di consulenza, gestione di portafogli e collocamento. La più recente revisione del TUF è pertanto intervenuta al fine di sancire in via definitiva la qualificazione delle Casse come clienti professionali di diritto senza alcuna ambiguità.

Gli impatti operativi della modifica

L'inclusione delle Casse tra i clienti professionali di diritto consente di riallineare gli

oneri amministrativi posti in capo agli intermediari prestatori dei servizi di investimento e alle società prodotto alle effettive esigenze di tutela di tale tipologia di soggetti. Tale riallineamento trova fondamento nelle caratteristiche delle Casse, che si configurano come investitori istituzionali, operanti quali affidatari del risparmio previdenziale, dotati di adeguate competenze professionali e di una stabile organizzazione e sottoposti alla vigilanza della COVIP.

Con particolare riferimento agli intermediari prestatori di servizi di investimento, l'intervento normativo consente di superare le complessità operative derivanti dall'attuale necessità di verificare, su base individuale, il possesso dei requisiti di esperienza e competenza ai fini della classificazione delle Casse quali clienti professionali su richiesta. L'inquadramento ex lege delle Casse tra i clienti professionali di diritto garantisce così maggiore certezza applicativa e uniformità di trattamento.

Analogamente, in capo alle società prodotto, si riscontrano benefici in termini di efficienza dei processi, connessi a una maggiore rapidità nella fase di acquisizione del nullaosta Consob per la commercializzazione dei FIA riservati, ai sensi dell'art. 43, comma 4, del d.lgs. n. 58/1998. Infatti, come in precedenza ricordato, per i FIA destinati esclusivamente agli investitori professionali è prevista da parte della Consob una procedura "decisoria" semplificata, che incardina la decisione in capo alle unità operative e non alla Commissione, con conseguente contrazione delle tempistiche (delibera Consob n. 22888 del 15 novembre 2023). Ulteriori benefici si registrano, inoltre, in termini di riduzione degli oneri informativi, in considerazione dell'esonero dall'obbligo di predisposizione del KID previsto dal Regolamento PRIIPs nei casi in cui i prodotti siano destinati a tale categoria di clientela.

3. La nuova disciplina dei gestori sotto-soglia

Con l'attuazione della Legge Capitali, inoltre, si mira a superare l'attuale modello dei gestori sotto-soglia⁰², che, imperniato sul provvedimento di autorizzazione, appare poco differenziato rispetto a quello dei gestori ordinari (c.d. sopra-soglia), comportando oneri, sia per gli intermediari sia per la vigilanza, non proporzionati all'effettiva rilevanza del settore e che, in ultima istanza, possono limitarne lo sviluppo.

In tale ottica, l'obiettivo della semplificazione è perseguito mediante un alleggerimento del processo di accesso al mercato (dalla autorizzazione simile a quella per i «sopra-soglia» a mera registrazione), mantenendo comunque fermo un adeguato livello di tutela per gli investitori, anche per il tramite della delimitazione delle attività che questi soggetti possono svolgere.

La riforma prevede, pertanto, un sistema fondato su una mera registrazione dei sotto-soglia, fissando una serie di caratteristiche che bilancino l'esigenza di crescita e di

⁰² Si tratta di GEFIA con un totale attivo dei fondi gestiti che non supera 100 milioni di euro. La soglia sale a 500 milioni di euro se i fondi non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale.

sviluppo del settore con quella, imprescindibile, della tutela degli investitori⁰³, secondo le seguenti direttrici:

- passaggio dall'attuale regime autorizzatorio dei gestori sotto-soglia alla mera registrazione in un registro tenuto dalla Banca d'Italia, con connessa disapplicazione delle regole prudenziali e di condotta previste per la generalità dei gestori, ferma restando l'applicazione della disciplina minimale prevista dalla AIFMD per i gestori sotto-soglia (articolo 3);

- limitazione dell'operatività in termini di prodotti gestibili (esclusivamente FIA chiusi diversi dai FIA di credito) e di clientela target, che risulta essere più circoscritta rispetto alle categorie già individuate dal D.M. n. 30/2015 (nello specifico, i sotto-soglia potranno rivolgersi soltanto: 1) agli investitori professionali ovvero 2) ad investitori non professionali di cui all'articolo 14, comma 2, lettera a) del citato D.M. (ossia, che investano un importo, non frazionabile, pari a 500 mila euro, i quali tuttavia, in aggiunta, devono dimostrare con idonee evidenze di avere un portafoglio finanziario non inferiore a 5 milioni di euro).

Il suddetto approccio implica conseguentemente:

- l'alleggerimento degli obblighi in capo ai gestori sotto-soglia, che saranno tenuti solo alla comunicazione delle modifiche delle condizioni per la registrazione e alle segnalazioni periodiche sui principali investimenti;

- la sussistenza, in capo alla Banca d'Italia, di soli poteri di natura macroprudenziale esercitati esclusivamente per le finalità di verifica del mantenimento delle condizioni per la registrazione e, quindi, in caso vengano meno le suddette condizioni alla cancellazione del gestore dal registro, in assenza di poteri sanzionatori;

- l'assenza, in capo alla Consob, di poteri di vigilanza di tipo continuativo, essendo prevista soltanto l'attivazione di poteri di indagine "ad evento", nel caso di segnalazioni relative alla (residuale) disciplina applicabile ai gestori sotto-soglia (norme comunitarie direttamente applicabili - i.e. Regolamento SFDR e Regolamento PRIIPs in materia di KID).

⁰³ Dal punto di vista normativo, tale modifica risulta coerente con la Direttiva *Alternative Investment Fund Managers* (AIFMD) che ammette un regime agevolato per i gestori c.d. sotto-soglia che possono essere registrati, anziché autorizzati, e non soggetti a vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza. In proposito, tuttavia, la AIFMD consente agli Stati membri la facoltà di imporre a questi soggetti requisiti più stringenti a livello nazionale; al riguardo, come noto, in sede di recepimento della AIFMD nel 2015, l'Italia non ha optato per il regime agevolato, ma ha esercitato la facoltà prevista dalla AIFMD, adottando il regime autorizzativo, seppure per taluni aspetti semplificato, e l'applicazione della vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza, seppure con alcune semplificazioni e alleggerimenti regolamentari.

4. Il trigger della semplificazione e dell'alleggerimento degli oneri amministrativi anche in ambito europeo: le modifiche introdotte dalla Retail Investment Strategy

Gli interventi di semplificazione della Legge Capitali riflettono linee evolutive del quadro regolamentare europeo e, in particolare, della *Retail Investment Strategy* (RIS), le quali prevedono, tra l'altro, un ampliamento del novero dei clienti qualificabili come professionali sia attraverso la revisione dei criteri di classificazione dei clienti professionali "su richiesta" sia mediante l'introduzione di nuove categorie di clienti professionali "di diritto".

In un'ottica generale, le modifiche introdotte dalla RIS in tema di categorizzazione dei clienti, al pari di quelle discendenti dalla nuova classificazione delle Casse, sono espressione di una più ampia tendenza verso la riduzione degli oneri amministrativi, anche alla luce della Comunicazione sulla *Savings and Investments Union* (SIU)⁰⁴.

L'effetto di tali interventi è idoneo, infatti, a superare quelle situazioni in cui la prassi amministrativa risulta sproporzionatamente articolata rispetto al *need of protection* della clientela, comportando l'attivazione di procedimenti più complessi e l'elaborazione di KID anche in contesti nei quali tale documento non reca un effettivo valore aggiunto in termini informativi.

In proposito, significative appaiono - in ambito RIS- le discussioni sull'inclusione, tra i clienti professionali di diritto, dei dipendenti di AIFM responsabili della gestione o commercializzazione dei FIA, in relazione agli investimenti in tali specifici FIA. Si tratta peraltro di proposte di modifica ispirate dalla stessa Consob che, alla luce dell'esperienza di vigilanza, si era attivata per segnalare la necessità di un tale intervento. Tale innovazione consente, in particolare, di evitare la predisposizione del KID in situazioni in cui l'obbligo si traduce in un adempimento meramente formale e non proporzionato rispetto al livello di conoscenza e competenza degli investitori coinvolti.

Più in generale, l'applicazione di regimi semplificati ai fondi di *private equity* rivolti a investitori professionali (procedure autorizzative più rapide, esenzione dal KID e attenuazione degli obblighi in materia di classificazione in fase di distribuzione) appare funzionale a incentivare gli investimenti nell'economia reale. Nel complesso, tale tendenza regolamentare appare dunque coerente con l'obiettivo di rafforzare la competitività del mercato dei capitali, senza compromettere - in una prospettiva di proporzionalità - il livello di tutela degli investitori.

⁰⁴ La Commissione europea ha pubblicato la "Bussola per la competitività", a fine gennaio 2025, e successivamente, a marzo, la comunicazione sulla *savings and investments union* (SIU), nella quale viene individuata tra le azioni principali la semplificazione delle regole