Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

Il gruppo UE di gestori tra integrazione organizzativa, autonomia fiduciaria e supervisione europea

Roberta D'Apice

Direttore Affari Legali e Regolamentari
Assogestioni

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 Passalaqua, 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.

Il gruppo UE di gestori tra integrazione organizzativa, autonomia fiduciaria e supervisione europea

Roberta D'Apice
Direttore Affari Legali e Regolamentari
Assogestioni

Sommario*: 1. Dal paradigma entity-based alla dimensione organizzativa del gruppo. - 2. L'evoluzione industriale dei gruppi europei di gestori. - 3. I gruppi di gestori UE nella proposta MISP. - 4. Profili evolutivi della nozione di gruppo UE di gestori. - 5. Gruppo "puro" UE di gestori e divieto di letter-box entity. - 6. Supervisione dei gruppi UE di gestori. - 7. Conclusioni

1. Dal paradigma *entity-based* alla dimensione organizzativa del gruppo

La riflessione sul gruppo di società di gestione del risparmio si è tradizionalmente sviluppata attorno a un problema ben definito: la compatibilità tra l'attività di direzione e coordinamento esercitata dalla capogruppo bancaria e l'obbligo della società di gestione di operare nell'esclusivo interesse degli investitori.

Nell'ordinamento italiano, tale tensione è stata affrontata in modo esplicito dalle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 23 ottobre 2009, che hanno costruito un equilibrio fondato sul principio di autonomia della SGR. In tale prospettiva, le strategie e gli indirizzi del gruppo possono orientare gli assetti organizzativi e le scelte industriali della società di gestione, senza tuttavia interferire con il nucleo fiduciario dell'attività di gestione collettiva. La capogruppo può dunque definire obiettivi strategici, allocare risorse e promuovere integrazioni organizzative; non può invece incidere sulle decisioni di investimento, sulle politiche di prodotto, sulle modalità di esercizio dei diritti di voto o sulla scelta della banca depositaria. In termini sistematici, l'attività di direzione e coordinamento della controllante risulta ammissibile fintanto che non si traduca in una forma di eterogestione, incompatibile con la permanenza di un autonomo centro

decisionale nell'esercizio delle attività svolte nell'interesse degli investitori[01].

Il "Protocollo di Autonomia" elaborato da Assogestioni nel 2011[02] si inserisce coerentemente in tale impostazione, individuando presìdi volti a prevenire il rischio che il coordinamento di gruppo si traduca in interferenze sulle decisioni di investimento, sulle politiche di prodotto, sull'esercizio dei diritti amministrativi o sulla scelta della banca depositaria[03].

Questo modello presuppone tuttavia uno schema organizzativo tradizionale: una SGR inserita all'interno di un gruppo bancario nazionale. L'evoluzione dell'industria europea del risparmio gestito sembra invece aver progressivamente determinato l'emersione di strutture organizzative profondamente differenti, caratterizzate dalla presenza di poli integrati di asset management operanti su base transfrontaliera e articolati in una pluralità di società di gestione distribuite in diversi Stati membri.

Il presente contributo muove dall'idea che tale trasformazione renda oggi necessario interrogarsi sulla possibilità di riconoscere una autonoma nozione di "gruppo UE di gestori", distinta — almeno sotto il profilo funzionale — dal tradizionale paradigma del gruppo bancario o finanziario.

La tesi che si intende sostenere è che l'evoluzione dell'industria europea dell'asset management richiede il progressivo superamento di una concezione rigidamente "*entity-based*" della società di gestione del risparmio, senza tuttavia compromettere il nucleo fiduciario della gestione collettiva e la permanenza di un autonomo centro di imputazione delle responsabilità verso gli investitori.

In questa prospettiva, la proposta di definizione di gruppo UE di gestori introdotta dalla Commissione europea nell'ambito del *Market Integration and Supervision Package* (c.d.

* Le opinioni dell'autore sono espresse a titolo personale e non impegnano in alcun modo l'Associazione di appartenenza.

01 Sul rapporto tra direzione e coordinamento della capogruppo bancaria e autonomia della società di gestione, G. GUIZZI, *La Sgr di gruppo tra integrazione e autonomia*, in *Profili evolutivi sulla disciplina della gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 191 ss.

02 Reperibile sul sito www.assogestioni.it

03 Sul Protocollo di Autonomia di Assogestioni, M. MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, I, pp. 75 ss.

"MISP")[04] dovrebbe essere considerata come una possibile nuova categoria sistematica del diritto europeo del risparmio gestito, fondata su un equilibrio tra integrazione organizzativa, autonomia fiduciaria della società di gestione del risparmio (intesa come vincolo esclusivo alla realizzazione dell'interesse dei partecipanti ai fondi) e supervisione europea coordinata.

2. L'evoluzione industriale dei gruppi europei di gestori

Negli ultimi quindici anni, la struttura dei gruppi finanziari europei ha conosciuto una trasformazione profonda. La gestione del risparmio si è progressivamente configurata come un comparto organizzativamente distinto, articolato in una pluralità di società di gestione del risparmio operanti in diversi Stati membri e integrate all'interno di un unico polo funzionale.

In questo contesto, la singola società di gestione non rappresenta più necessariamente un centro operativo autosufficiente. Sempre più frequentemente, una società di gestione del risparmio assume il ruolo di *sub-holding* o di centro di coordinamento del polo di gestione, accentrando funzioni trasversali quali *risk management*, *compliance*, infrastrutture IT, *data governance*, integrazione dei fattori ESG, sviluppo di modelli quantitativi e sistemi basati sull'intelligenza artificiale.

Si afferma così un modello di integrazione infragruppo, nel quale l'organizzazione delle attività rilevanti non coincide più con i confini giuridici della singola entità autorizzata, ma si sviluppa lungo piattaforme e strutture condivise a livello gruppo[05]. La crescente centralità dei dati, delle infrastrutture digitali, dei modelli quantitativi e dei sistemi di intelligenza artificiale richiede infatti investimenti, capacità computazionali e compe-

04 Il 4 dicembre 2025 la Commissione europea il Market Integration Package (MISP), un set coordinato di tre proposte legislative per rafforzare l'integrazione del mercato unico dei capitali e l'efficienza della vigilanza finanziaria UE. Il pacchetto include: una proposta di regolamento quadro e una direttiva quadro di modifica di diversi atti UE in materia di capital markets, e una proposta di regolamento che aggiorna la disciplina sulla definitività dei regolamenti, modifica la Financial Collateral Directive e abroga la disciplina ormai superata sulla definitività del settlement. Nel contesto di tale cornice di riforma, l'iniziativa riapre, due ambiti normativi di particolare rilievo per la gestione collettiva del risparmio: (i) il Regolamento sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi (Cross-Border Distribution of Funds Regulation, CBDFR) e (ii) le Direttive UCITS e AIFM. Le proposte si concentrano sulla semplificazione e l'allineamento dei quadri normativi in materia di autorizzazione, gestione e commercializzazione dei fondi di investimento e dei gestori, riducendo inutili duplicazioni e divergenze tra i requisiti nazionali e facilitando le attività transfrontaliere. Ciò comprende la possibilità di un'organizzazione più efficiente a livello di gruppo, l'eliminazione dei residui ostacoli ai servizi transfrontalieri del depositario e ai servizi connessi. Allo stesso tempo, il pacchetto mira a rafforzare la convergenza in materia di vigilanza potenziando i poteri dell'ESMA.

05 Sul gruppo come organizzazione economica unitaria distinta dalla pluralità soggettiva delle singole società, si v. per tutti B. Libonati, *Holding e Investment trust*, Milano, 1959; P.G. Jaeger, *Le società del gruppo tra unificazione e autonomia*, in Aa.Vv, I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di Studi (Venezia 16-17-18 novembre 1995), II, Milano, 1996, pp.1425; M. Maugeri, *Interesse sociale, interessi dei soci e interesse del gruppo*, in A.Paciello (a cura di), La dialettica degli interessi nella disciplina della società per azioni, Napoli, 2011, pp.245.

tenze specialistiche difficilmente replicabili all'interno di singole entità nazionali.

L'integrazione infragruppo non risponde quindi soltanto a esigenze di efficienza organizzativa, ma costituisce sempre più una condizione per raggiungere economie di scala adeguate a sostenere la competitività dell'industria europea del risparmio gestito in un contesto globale dominato da grandi piattaforme internazionali.

Il tema del gruppo di gestori assume pertanto una rilevanza che trascende la sola organizzazione interna degli intermediari. Esso si collega direttamente alla capacità dell'Unione europea di sviluppare operatori integrati in grado di combinare scala, innovazione tecnologica e capacità di investimento senza compromettere gli *standard* di tutela degli investitori propri della disciplina UCITS[06] e AIFMD[07].

Tale evoluzione pone tuttavia una questione sistematica particolarmente delicata. Quanto più il processo gestionale tende a svilupparsi attraverso strutture integrate di gruppo, tanto più appare difficile interpretare il diritto europeo della gestione collettiva esclusivamente secondo un paradigma incentrato sulla singola entità autorizzata. Al tempo stesso, il riconoscimento di forme più avanzate di integrazione organizzativa non può tradursi nella dissoluzione dell'autonomia fiduciaria della società di gestione, che continua a rappresentare il centro giuridico di imputazione delle responsabilità verso gli investitori e verso il mercato.

La questione centrale diventa dunque comprendere entro quali limiti l'integrazione organizzativa del gruppo possa conciliarsi con la permanenza di un autonomo centro fiduciario di responsabilità, evitando che la crescente integrazione intragruppo si traduca in una sostanziale eterogestione incompatibile con i principi fondamentali della gestione collettiva del risparmio.

3. I gruppi di gestori UE nella proposta MISP

La proposta MISP rappresenta il primo tentativo organico di adattare il diritto europeo della gestione collettiva all'evoluzione industriale dei gruppi europei di asset management. La proposta muove dal presupposto che l'attuale disciplina UCITS e AIFMD, ancora fortemente ancorata a un paradigma *entity-based*, non rifletta più adeguatamente la realtà operativa dei grandi gruppi europei, nei quali funzioni essenziali — quali *risk management*, *compliance*, infrastrutture tecnologiche, *data governance* e modelli quantitativi — risultano sempre più integrate e organizzate su base transfrontaliera.

In questa prospettiva, il MISP introduce la nozione di *"EU group of management companies and AIFMs*[08]*"* e prevede una significativa semplificazione del regime applicabile agli

06 Direttiva 2009/65/CE

07 Direttiva 2011/61/UE

08 "Management Companies" è il termine utilizzato per le società di gestione di OICVM, mentre le "AIFMs" sono le società di gestione di fondi di investimento alternativi. Entrambi i termini indicano l'entità responsabile della gestione di un fondo.

accordi infragruppo. In particolare, la proposta stabilisce che l'utilizzo, da parte di una *management company* o di un AIFM, di risorse umane e tecniche o di funzioni e servizi appartenenti ad altre entità autorizzate del medesimo gruppo UE non debba più essere automaticamente qualificato come delega soggetta all'intero apparato autorizzativo oggi previsto dagli artt. 13 UCITS e 20 AIFMD.

Tale impostazione troverebbe la propria giustificazione in tre considerazioni principali: (i) le entità coinvolte restano comunque integralmente soggette alle norme europee in materia di *governance*, organizzazione, gestione dei rischi e *conduct of business*; (ii) i gruppi integrati sviluppano già *standard* comuni di controllo interno e *compliance*; (iii) le autorità nazionali mantengono poteri di vigilanza e cooperazione idonei a garantire il rispetto delle regole sostanziali senza necessità di verifiche sistematiche *ex ante* su ciascun accordo infragruppo.

La proposta introduce così una vera e propria "*derogation from delegation requirements*" per gli accordi infragruppo tra entità autorizzate dell'UE, sostituendo il tradizionale procedimento autorizzativo con un regime fondato prevalentemente su una "mera" notificazione alle autorità competenti, sulla permanenza della responsabilità della *management company* o dell'AIFM verso gli investitori e sul mantenimento dei presìdi anti *letter-box entity* (ossia volti a impedire la creazione di "scatole vuote").

Sotto questo profilo, il MISP segna un passaggio concettuale particolarmente rilevante: il progressivo superamento dell'assunto secondo cui ogni allocazione di funzioni al di fuori della singola entità autorizzata debba essere necessariamente trattata come *outsourcing* verso terzi. In tale prospettiva, l'utilizzo di risorse appartenenti ad altre entità autorizzate del medesimo gruppo non viene più concepito come una esternalizzazione verso terzi, bensì come una modalità di organizzazione all'interno di un perimetro regolato e armonizzato[09].

La proposta non introduce alcuna forma di *group authorisation* né attribuisce responsabilità specifiche alla *parent undertaking*[10]. Il modello delineato dal MISP resta dunque fondato sull'autonomia soggettiva e gestionale delle singole *management company* e degli AIFMs, pur riconoscendo una dimensione organizzativa integrata del gruppo. In tale prospettiva, il MISP non sembra dunque introdurre un modello di '*prudential consolidation*' dell'asset management, bensì una forma di integrazione organizzativa funzio-

09 Sul progressivo superamento di un approccio rigidamente *entity-based* nel diritto finanziario europeo, si v. la valutazione d'impatto della Commissione Europea che accompagna le proposte legislative contenute nel *Market Integration and Supervision Package,* consultabile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025SC0943. Sul concetto di esternalizzazione nella dimensione delle imprese vigilate v. M. Maugeri, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e* «integrità» *organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, pp. 439 ss.

10 Cfr. Valutazione d'impatto allegata alla proposta della Commissione. p. 320.Ciò significa che, sebbene la capogruppo ultima possa avere sede al di fuori dell'UE, solo le entità all'interno del gruppo UE che sono autorizzate nell'UE possono beneficiare della deroga relativa alla delega.

nale al mercato unico.

4. Profili evolutivi della nozione di gruppo UE di gestori

La nozione di "*EU group of management companies and AIFMs*" introdotta dalla proposta MISP si basa su un rinvio alla definizione di gruppo contenuta nella *Accounting Directive* (direttiva 2013/34/UE). Tale definizione ricomprende, oltre alle *management companies* e agli AIFMs UE, anche enti creditizi e imprese di investimento appartenenti al medesimo perimetro di controllo.

Questa impostazione presenta indubbi vantaggi sotto il profilo della rappresentazione dell'effettiva integrazione organizzativa dei grandi gruppi finanziari europei e della possibilità di introdurre meccanismi di semplificazione infragruppo idonei a ridurre duplicazioni organizzative e costi regolamentari connessi al tradizionale regime della delega.

Tuttavia, la definizione di gruppo UE di gestori adottata dal MISP tende ad assimilare situazioni profondamente differenti. Occorre, infatti, distinguere tra una integrazione operante tra entità (*management companies* e AIFMs) tutte autorizzate ai sensi della disciplina UCITS e AIFMD e una integrazione tra società di gestione, banche e imprese di investimento appartenenti al medesimo conglomerato finanziario.

La distinzione non appare meramente formale. Nei gruppi composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs, le entità condividono il medesimo ecosistema regolamentare, una comune logica fiduciaria e *standard* sostanzialmente omogenei di *governance*, organizzazione e vigilanza. Diversamente, nei gruppi bancari o finanziari integrati convivono soggetti assoggettati a discipline prudenziali, finalità regolamentari e modelli organizzativi parzialmente differenti[11].

L'omogeneità regolamentare evocata dalla proposta risulta pertanto solo relativa. Le direttive UCITS e AIFMD sono infatti costruite attorno a una logica di amministrazione e gestione di patrimoni segregati nell'interesse degli investitori, mentre la disciplina bancaria e quella dei servizi di investimento perseguono anche finalità di stabilità prudenziale e gestione del rischio di bilancio proprie di intermediari che operano in conto proprio[12].

In questa prospettiva, sembra emergere l'esigenza di una articolazione differenziata della nozione di gruppo UE di gestori. Ciò non implica necessariamente l'abbandono della definizione ampia accolta dal MISP, ma richiede piuttosto un modello regola-

11 Sulle criticità della nozione di gruppo UE di gestori proposta dal MISP v. il *Position Paper* Assogestioni su *Market Integration and Supervision Package* (MISP), reperibile sul sito www.assogestioni.it.

12Sul carattere *agency-based* dell'industria dell'asset management e sulla distinzione rispetto ai modelli balance-sheet based tipici dell'attività bancaria, v. AMF, CNMV, Consob, FMA, *A macroprudential approach to asset management* (aprile 2024).

mentare capace di distinguere tra gruppi bancari o finanziari integrati e gruppi "puri" composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs. Quest'ultima categoria presenta, infatti, caratteristiche peculiari. Da un lato, consente di costruire un regime realmente calibrato sulla specificità della gestione collettiva, evitando interferenze derivanti dall'applicazione di logiche prudenziali proprie del settore bancario. Dall'altro lato, rende più agevole giustificare forme rafforzate di integrazione infragruppo, fondate sulla presunzione di omogeneità regolamentare, organizzativa e fiduciaria tra entità tutte soggette alla disciplina UCITS e AIFMD.

5. Gruppo "puro" UE di gestori e divieto di *letter-box entity*

La distinzione tra gruppi finanziari integrati e gruppi "puri" di *management companies* e AIFMs produce, inoltre, effetti particolarmente significativi anche sul terreno del principio di *letter-box entity*"[13]. Proprio l'omogeneità regolamentare e organizzativa che caratterizza tali gruppi induce, infatti, a riconsiderare un approccio normativo interamente costruito attorno alla singola entità autorizzata.

L'art. 82 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 impone requisiti particolarmente stringenti volti a evitare che l'AIFM si riduca a una mera entità formale priva di effettiva capacità operativa. Tali requisiti includono il mantenimento di una capacità decisionale autonoma, la disponibilità di risorse adeguate e il controllo continuo sulle funzioni svolte da terzi. Se applicati indistintamente anche ai gruppi UE composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs autorizzati, tali criteri rischiano tuttavia di compromettere gli stessi obiettivi perseguiti dal MISP. Pur in assenza formale di delega, la società di gestione sarebbe infatti comunque tenuta a replicare internamente strutture, competenze e presidi già esistenti all'interno del gruppo, con conseguente duplicazione organizzativa, perdita di economie di scala e riduzione dell'efficienza operativa.

In tali ipotesi, il problema della sostanza organizzativa dovrebbe essere letto secondo una prospettiva differente, nel senso che tale requisito non impone necessariamente la presenza di tutte le funzioni all'interno della singola entità autorizzata, purché la *management company* o l'AIFM mantengano effettiva capacità di indirizzo, supervisione e controllo.

In tale prospettiva, il MISP sembra introdurre implicitamente una presunzione di legittimità dell'integrazione organizzativa infragruppo. La proposta della Commissione muove infatti dall'assunto secondo cui un gruppo societario debba presumersi strutturato secondo criteri razionali ed efficienti e che, conseguentemente, la riallocazione infragruppo di funzioni e risorse non richieda più una sistematica verifica *ex ante* delle "*objective reasons*" sottostanti alla delega.

13 Sul concetto di *letter-box entity* nel diritto europeo della gestione collettiva e sul rapporto tra *delegation* e *substance requirements*, v. L. PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, in *Profili evolutivi sulla disciplina della gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 261 ss.

Si tratta di un passaggio concettuale particolarmente significativo, poiché implica il progressivo riconoscimento del gruppo come centro organizzativo unitario della gestione collettiva, almeno entro perimetri regolati e armonizzati a livello europeo. Seguendo questa linea di ragionamento, il principio di *letter-box entity* dovrebbe evolvere da una logica di "*no empty entity*" verso una logica di "*no empty group*". In altri termini, il principio della "sostanza organizzativa" dovrebbe trasformarsi da requisito riferito alla singola entità autorizzata a requisito riferito alla capacità operativa complessiva del gruppo regolato. Ciò non comporterebbe il superamento della responsabilità individuale della *management company* o dell'AIFM verso gli investitori, che dovrebbe rimanere piena e invariata. Comporterebbe, invece, il riconoscimento del fatto che, nell'attuale industria europea del risparmio gestito, la sostanza operativa può essere organizzata in modo integrato a livello di gruppo senza che ciò determini necessariamente una perdita di effettiva capacità gestionale[14].

6. Supervisione dei gruppi UE di gestori

Il progressivo riconoscimento di una dimensione organizzativa integrata del gruppo UE di gestori pone inevitabilmente anche il problema dell'individuazione di modelli di supervisione coerenti con tale evoluzione. Se infatti il MISP mira a superare una concezione rigidamente *entity-based* dell'organizzazione della gestione collettiva, diventa necessario interrogarsi anche sulle modalità attraverso cui assicurare un coordinamento efficace della vigilanza in presenza di gruppi operanti su base transfrontaliera.

A tale riguardo, il MISP propone di modificare la direttiva UCITS e la direttiva AIFMD attribuendo all'ESMA il potere di individuare i gruppi europei di gestori di maggiori dimensioni e di mantenerne aggiornato l'elenco. La proposta introduce inoltre un quadro di coordinamento nell'ambito del quale l'ESMA, in cooperazione con le autorità competenti interessate, dovrebbe effettuare verifiche periodiche volte a individuare divergenze, duplicazioni o carenze nelle prassi di vigilanza suscettibili di ostacolare l'operatività

14 Del resto, la stessa esperienza italiana della gestione collettiva aveva già conosciuto modelli nei quali l'unità organizzativa del servizio non coincideva integralmente con la singola entità autorizzata, senza che ciò determinasse necessariamente una dissoluzione del centro fiduciario di responsabilità verso gli investitori. È interessante ricordare, infatti, che secondo la normativa italiana previgente, il servizio di gestione collettiva poteva realizzarsi attraverso l'esercizio, congiunto o anche disgiunto, di due tipi di attività: (i) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; (ii) la gestione del patrimonio degli OICR mediante l'investimento degli attivi. Tali attività potevano essere attribuite — secondo una struttura tipicamente italiana — a società diverse, dando vita al fenomeno della cosiddetta "scissione genetica" tra SGR promotrice e SGR gestore. Tale modello non configurava una delega, bensì una ripartizione originaria delle funzioni nelle quali si articolava il servizio di gestione collettiva del risparmio. Le due SGR operavano pertanto in modo autonomo, pur rimanendo entrambe solidalmente responsabili nei confronti dei partecipanti al fondo. Sul rapporto promotore-gestore cfr. L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione collettiva del risparmio*, Milano, 2004, pp. 193 ss.; M. MIOLA, F. BRIOLINI, art. 36, in Testo Unico della Finanza a cura di G. F. CAMPOBASSO, Torino 2002, 317 ss. nonché R. LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento CONSOB di attuazione del TUF*, in Le Società, 10/1998, 1122-1123.

transfrontaliera dei gruppi di maggiore rilevanza.

Sotto questo profilo, appare certamente condivisibile la scelta della Commissione di non introdurre forme di vigilanza diretta dell'ESMA sui gruppi europei di gestori. Permangono tuttavia rilevanti perplessità rispetto all'introduzione di revisioni periodiche centralizzate da parte dell'Autorità europea. Tali meccanismi rischierebbero infatti di determinare duplicazioni delle attività di vigilanza nazionale, un incremento dei costi regolamentari e una parziale sovrapposizione di responsabilità tra ESMA e autorità competenti.

Più in profondità, il riferimento contenuto nella valutazione d'impatto a possibili forme di "*continuous monitoring of risks*" a livello di gruppo sembra evocare una logica di supervisione prudenziale consolidata non pienamente coerente con la natura dell'industria della gestione collettiva. Come già osservato, *management companies* e AIFMs operano secondo un modello di tipo *agency-based*: amministrano patrimoni segregati nell'interesse degli investitori, non assumono esposizioni in conto proprio comparabili a quelle bancarie e non presentano un rischio di bilancio consolidato assimilabile a quello dei gruppi creditizi.

Ne consegue che il gruppo UE di gestori non sembra richiedere un modello di vigilanza prudenziale consolidata, bensì strumenti capaci di assicurare un coordinamento stabile ed efficace tra autorità competenti in presenza di strutture operative integrate e attività transfrontaliere. In tale prospettiva, la soluzione maggiormente coerente con la logica del MISP appare quella di rafforzare i meccanismi di cooperazione tra autorità nazionali, ad esempio attraverso l'istituzione di *Supervisory Coordination Colleges* per i gruppi UE di maggiore rilevanza transfrontaliera.

Tali organismi dovrebbero perseguire obiettivi differenti rispetto ai *Supervisory Colleges* previsti per i gruppi bancari. Essi non dovrebbero infatti essere finalizzati alla gestione di un rischio consolidato di gruppo né introdurre forme di *prudential consolidation* dell'asset management. Dovrebbero piuttosto configurarsi come strumenti di coordinamento regolamentare funzionali a prevenire divergenze applicative tra autorità nazionali, ridurre duplicazioni regolamentari, promuovere la convergenza di vigilanza e assicurare uno scambio stabile e tempestivo di informazioni nell'ambito del mercato unico.

In tale contesto, l'ESMA potrebbe svolgere un ruolo essenziale di coordinamento e promozione della convergenza di vigilanza, senza tuttavia esercitare poteri di vigilanza diretta o indiretta sulle entità del gruppo. In questa prospettiva, il coordinamento europeo della vigilanza non costituirebbe l'espressione di una supervisione prudenziale consolidata del gruppo, bensì il necessario complemento istituzionale di un modello di integrazione organizzativa fondato sulla permanenza dell'autonomia fiduciaria delle singole *management companies* e degli AIFMs.

7. Conclusioni

L'emersione dei gruppi europei di gestori sembra riflettere una trasformazione più profonda del diritto europeo della gestione collettiva: il progressivo passaggio da un paradigma incentrato sulla singola entità autorizzata a un modello capace di riconoscere il gruppo integrato di gestori.

La proposta MISP rappresenta il primo tentativo organico di riconoscere tale evoluzione. Il merito principale di tale proposta consiste nell'aver acquisito consapevolezza del fatto che l'integrazione organizzativa costituisce ormai un elemento strutturale dell'industria europea dell'asset management e che il tradizionale paradigma *entity-based* rischia di produrre duplicazioni organizzative, inefficienze e costi regolamentari non più coerenti con la realtà industriale del settore.

Tuttavia, l'integrazione organizzativa non può tradursi nella dissoluzione dell'autonomia fiduciaria della *management company* o dell'AIFM. La sfida sistematica consiste dunque nel costruire un modello capace di riconoscere la dimensione organizzativa del gruppo senza compromettere la permanenza di un autonomo centro di imputazione delle responsabilità verso gli investitori. In questa prospettiva, i gruppi UE composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs sembrano rappresentare l'occasione per affermare più compiutamente la logica *group-based* senza minare il vincolo fiduciario che insiste sulle scelte del gestore. È soprattutto rispetto a tali gruppi che può giustificarsi sia una più avanzata integrazione organizzativa tra le entità del gruppo sia la sottrazione degli accordi infragruppo al regime della delega di funzioni, nonché modelli di supervisione fondati sul coordinamento piuttosto che sulla vigilanza consolidata. In particolare, la nuova nozione di «gruppo UE di gestori» potrebbe trasformarsi da mera categoria descrittiva a vero principio ordinante del futuro diritto europeo del risparmio gestito.

Se letto in questa prospettiva, pertanto, il dibattito aperto dal MISP eccede il solo ambito tematico della delega infragruppo. Vi è una questione sistematica più profonda che attiene alla individuazione dell'unità organizzativa rilevante in seno all'aggregazione di gestori: se la singola entità autorizzata (e poi quella posta al vertice del sodalizio) oppure lo stesso "gruppo integrato" di gestori entro il quale funzioni, infrastrutture e capacità operative risultano ormai distribuite su base transfrontaliera. Qualunque sia la risposta che l'interprete (e prima ancora il legislatore) intenderà dare a questo interrogativo, l'auspicio è che il gruppo UE di gestori sia destinato a divenire uno degli strumenti attraverso cui conciliare la creazione di un effettivo mercato unico dei capitali, la trasformazione tecnologica e l'irrinunciabile pilastro della tutela fiduciaria degli investitori.