

Spett.le

CONSOBCommissione Nazionale per le Società e la
Borsa

Via G.B. Martini, 3

00198 – Roma

Milano, 15 settembre 2026

OGGETTO: Documento di consultazione del 17 luglio 2026 – Attuazione delle normative europee che hanno modificato le discipline MiFID, MiFIR, AIFMD e UCITS: modifiche ai Regolamenti Mercati, Intermediari ed Emittenti. Ulteriori modifiche al Regolamento Intermediari in tema di distribuzione di prodotti di investimento assicurativi, consulenti finanziari e altri interventi di fine tuning

Nel rispondere all'invito a formulare osservazioni al documento di consultazione in oggetto (la "**Consultazione**"), l'Associazione desidera anzitutto ringraziare codesta rispettabile Autorità per l'opportunità concessa ed esprimere il proprio apprezzamento per le proposte di regolamentazione, con particolare riferimento alla semplificazione degli obblighi in materia di *best execution*, alla disciplina degli strumenti di gestione della liquidità e alla delimitazione del potere sanzionatorio dell'OCF.

Con riguardo a tali tematiche, con la presente risposta alla Consultazione, si sottopongono alcune proposte di chiarimento e conferma, al fine di evitare dubbi interpretativi nel mercato.

Best execution – semplificazione degli obblighi

(cfr. Parte 1 – Q.1 e Q.2)

L'Associazione accoglie con favore l'eliminazione dell'obbligo, in capo agli intermediari, di pubblicare su base annuale le prime cinque sedi di esecuzione per volume di contrattazioni (c.d. "*top 5 venue report*"), in linea con l'obiettivo perseguito dal legislatore europeo di riduzione degli oneri di compliance e di semplificazione degli obblighi informativi a carico dei soggetti vigilati. Analogamente apprezzabile è l'inserimento del richiamo alle norme tecniche di regolamentazione elaborate dall'ESMA ai sensi del nuovo art. 27, par. 10, della MiFID II, ove sono specificati i criteri di cui gli intermediari devono tener conto per stabilire e valutare l'efficacia della strategia di esecuzione degli ordini.

Ciò premesso, si chiede a codesta Autorità di confermare che, a seguito della prospettata soppressione del comma 7, dell'art. 47, della Delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 (il "**Regolamento Intermediari**") e del correlato aggiornamento del successivo art. 49, comma 2, con eliminazione del richiamo all'art. 65-septies, comma 6, del TUF e all'art. 47, comma 7, del Regolamento Intermediari medesimo, la valutazione periodica sull'efficacia della strategia di esecuzione degli ordini possa essere condotta dagli intermediari sulla base delle proprie analisi e valutazioni, senza dover affidamento sulle informazioni di mercato sulle migliori sedi di esecuzione. Questa lettura – che appare l'unica percorribile – merita di essere confermata in modo espresso, anche in un'ottica di certezza applicativa per gli intermediari interessati.

Conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio

(cfr. Parte 3 – Q.7 e Q.8)

Conflitti derivanti dalla prestazione a terzi di funzioni già svolte in relazione ai fondi gestiti

La Direttiva (UE) 2024/927 ("**AIFMD2**") ha esplicitato, sia per i gestori sia di FIA che per i gestori di OICVM, la possibilità di prestare a terze parti qualsiasi funzione o attività già svolta in relazione ai fondi gestiti, a condizione che eventuali conflitti di interesse derivanti da tale funzione o attività siano gestiti in modo adeguato; nel contesto degli interventi prospettati, la Consultazione fa diretto riferimento al recepimento di tale previsione. Si chiede pertanto a codesta Autorità di confermare che la gestione dei potenziali conflitti di interesse derivanti dalla prestazione delle funzioni in oggetto a terzi rientra nell'ordinario modello di identificazione, gestione e comunicazione dei conflitti adottato dagli intermediari e che la nuova fattispecie non richieda pertanto l'adozione di presidi autonomi e dedicati.

White label

Dando attuazione a quanto previsto dall'AIFMD2, il nuovo art. 118-bis introduce, per il gestore che gestisce o intende gestire un OICR su iniziativa di un terzo – compresi i casi in cui l'OICR utilizzi il nome del terzo o in cui il gestore nomini il terzo come delegato – l'obbligo di presentare a Consob una relazione che contenga spiegazioni dettagliate e dimostri la conformità agli artt. 115, 116, 117 e 118 del Regolamento Intermediari.

Con riguardo a tale previsione, si chiede in primo luogo di confermare che l'obbligo di presentazione della relazione preventiva gravi esclusivamente sul gestore che istituisce il fondo su iniziativa del terzo. L'obbligo di presentare la relazione non deve invece gravare sul soggetto terzo (che potrebbe essere a sua volta un gestore), anche se delegato alla gestione, il quale resta tenuto ad applicare i propri ordinari presidi in materia di conflitti di interesse, laddove applicabili, senza tuttavia essere destinatario dell'obbligo di rendicontazione preventiva nei confronti introdotto dall'art. 118-bis.

Si chiede altresì di chiarire che l'obbligo di cui all'art. 118-bis non si applica ai gestori esteri, anche nel caso in cui il soggetto terzo promotore sia italiano. Per tali soggetti, infatti, l'eventuale applicazione di obblighi analoghi ricade nell'ambito della competenza dell'Autorità del proprio Stato membro di origine. La circoscrizione espressa del perimetro applicativo ai gestori italiani è essenziale per evitare incertezze applicative.

In terzo luogo, si chiede di precisare il momento e le modalità con cui la relazione preventiva deve essere presentata. Allo scopo di evitare l'introduzione di un adempimento autonomo e ulteriore, l'Associazione suggerisce di ancorare la presentazione della relazione ai procedimenti di notifica per la commercializzazione già previsti dagli artt. 42, 43 e 44 del TUF e dalle correlate disposizioni della Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (il **"Regolamento Emittenti"**). In tal modo, i flussi informativi verso Consob sarebbero concentrati in momenti regolamentari già strutturati e noti agli operatori, con evidenti benefici in termini di razionalizzazione degli adempimenti e di integrazione operativa.

Strumenti di gestione della liquidità – Comunicazione agli investitori in caso di attivazione

(cfr. Parte 3 – Q.4, Q.5 e Q.7)

La Consultazione propone l'introduzione di uno specifico obbligo di informare senza indugio gli investitori, mediante comunicazione individuale, dell'attivazione o della disattivazione degli strumenti di gestione della liquidità che incidono in misura significativa sul diritto di richiedere il rimborso delle quote o azioni detenute, perseguendo un obiettivo informativo che l'Associazione condivide. Già in sede di risposta alla consultazione indetta dalla Banca d'Italia sulle modifiche al proprio Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 (il **"RGCR"**), l'Associazione aveva avuto modo di evidenziare come l'obbligo di segnalare ogni singolo utilizzo di strumenti di gestione della liquidità (*liquidity management tool*, **"LMT"**) comportasse una certa complessità operativa, anche considerando che alcuni strumenti sono impiegati dai principali operatori sia in condizioni di mercato ordinarie sia in situazioni di *stress*.

Ciò premesso, nel contesto della Consultazione in oggetto, si chiede anzitutto di fornire indicazioni applicative chiare sul perimetro dell'obbligo di comunicazione agli investitori, in modo da circoscriverne l'operatività alle ipotesi nelle quali l'attivazione degli strumenti incida effettivamente e in modo non ordinario sull'esercizio del diritto di rimborso.

Si chiede altresì di considerare la possibilità che, laddove coerente con la tipologia di OICR, la comunicazione in oggetto venga fornita mediante le forme ordinarie previste per la pubblicazione del valore della quota e per le comunicazioni che non richiedono necessariamente una comunicazione individuale. In subordine, e in ogni caso, si chiede di prevedere che le comunicazioni in oggetto possano essere oggetto di trasmissione agli investitori mediante utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, laddove già utilizzate nei rapporti con gli investitori, ivi incluso nei rapporti con il distributore; in altre parole si chiede all'Autorità di prevedere un meccanismo di consenso implicito o presunto all'utilizzo delle tecniche di comunicazione a distanza per le comunicazioni relative agli LMT. Tale impostazione – coerente con la progressiva evoluzione verso un regime di *opt-out* piuttosto che di *opt-in* preventivo che caratterizza la regolamentazione dei canali digitali in diversi ambiti della disciplina dei servizi di investimento – eviterebbe il paradosso per cui la norma che impone la comunicazione "senza indugio" sia di fatto neutralizzata dall'impossibilità di inviare tempestivamente la comunicazione stessa, con pregiudizio per i medesimi investitori che la norma intende tutelare.

Disciplina sanzionatoria dei consulenti finanziari – delimitazione della potestà dell'OCF

(cfr. Parte 4 – Q.13)

L'Associazione esprime apprezzamento per le modifiche proposte all'art. 180 del Regolamento Intermediari, volte a meglio delimitare la potestà dell'OCF di aumentare o degradare la sanzione applicabile ai consulenti finanziari. L'intervento si articola su tre distinti profili: l'individuazione di criteri di valutazione che l'Organismo deve prendere in considerazione; la previsione di casi in cui la degradazione non è consentita e di limiti edittali minimi inderogabili; l'obbligo di motivazione rafforzata.

L'Associazione condivide questa impostazione e la sostiene con favore. In questa prospettiva l'Associazione propone altresì di includere espressamente, nel contesto della tipizzazione dei criteri di valutazione rilevanti ai fini dell'esercizio del potere di modulazione della sanzione, anche la condotta collaborativa tenuta dal soggetto interessato nel corso del procedimento sanzionatorio oltre che dell'intermediario, laddove rilevante.

Con l'occasione, si ringrazia nuovamente codesta rispettabile Autorità per l'opportunità di contribuire al processo di consultazione. L'Associazione rimane a disposizione per ogni eventuale approfondimento.

Distinti saluti

AIPB – Associazione Italiana Private Banking