



CONFINDUSTRIA
ASSOIMMOBILIARE

Decreto legislativo recante “Attuazione della delega per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento” (A.G. 331)

Commissioni II Giustizia e VI Finanze della Camera dei deputati e Commissioni 2^a Giustizia e 6^a Finanze del Senato della Repubblica

28 novembre 2025

PREMESSE

La riforma del Testo Unico della Finanza rappresenta un passaggio fondamentale per sostenere lo sviluppo del mercato dei capitali in Italia e, più in generale, per contribuire al rafforzamento del mercato dei capitali europeo. L'obiettivo è rendere il nostro sistema finanziario più competitivo, favorendo investimenti, innovazione e crescita economica.

Il nuovo impianto normativo interviene, in particolare, sulla semplificazione e sulla razionalizzazione delle regole che governano i mercati dei capitali, con misure che riguardano, tra l'altro, gli obblighi informativi, le modalità di partecipazione e di voto in assemblea, e alcuni aspetti della *governance* delle società quotate. Si tratta di interventi pensati per aumentare l'attrattività del mercato italiano, ridurre oneri non necessari e rendere più efficienti le procedure.

L'articolo 19 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 ("Legge Capitali") ha delegato il Governo a adottare uno o più decreti legislativi per la revisione del Testo Unico della Finanza di cui al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF") e di alcune disposizioni del Codice civile applicabili anche agli emittenti. La delega richiede al Governo, *inter alia*, di:

- razionalizzare e coordinare il TUF con il Testo Unico Bancario, il Codice delle assicurazioni private, la disciplina della previdenza complementare e altre norme di settore, così da aumentare coerenza e semplicità del quadro regolatorio ed eliminare obblighi non previsti dalle regole europee o privi di adeguata giustificazione;
- equilibrare gli oneri amministrativi posti a carico dei soggetti interessati dal TUF con la necessità di assicurare controlli efficaci e proporzionati.

Nel percorso di riforma, è stata particolarmente apprezzata l'attenzione del Governo per efficientare la normativa legata agli organismi di investimento collettivo del risparmio ("OICR"). Come evidenziato nel *Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani* pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2022, sul quale è stato imperniato l'impianto della Legge Capitali, favorire gli investimenti degli investitori istituzionali richiede un quadro regolamentare più semplice e coerente.

In tale contesto, per esempio, è emersa l'esigenza di alleggerire il regime applicabile alle SICAV e alle SICAF in gestione esterna, per le quali il TUF ad oggi vigente replica in larga parte il modello previsto per le società autogestite, senza valorizzare adeguatamente il ruolo del gestore esterno autorizzato. Ciò comporta oneri e adempimenti che appesantiscono l'operatività e che potrebbero essere rivisti o eliminati.

Da ultimo, risulta apprezzabile come il decreto legislativo di riforma del TUF si inserisca in un percorso più ampio di integrazione dei mercati europei, perseguendo l'obiettivo di avvicinare l'Italia alle migliori esperienze dei *partner* dell'Unione anche al fine di contribuire fattivamente alla realizzazione della *Saving and Investment Union* promossa dalla Commissione europea.

CONSIDERAZIONI E PROPOSTE SU SPECIFICHE DISPOSIZIONI DEL DECRETRO LEGISLATIVO DI RIFORMA DEL TUF

Si riportano di seguito alcune proposte volte a migliorare la formulazione e l'efficacia di specifiche disposizioni dello schema di decreto legislativo. L'obiettivo è contribuire a una disciplina più chiara, coerente e funzionale, in grado di facilitare gli operatori e, al tempo stesso, di garantire adeguati livelli di tutela per gli investitori. Le osservazioni che seguono riguardano aspetti diversi della riforma, dalla separatezza patrimoniale dei fondi comuni di investimento a quella delle SICAV/SICAF in gestione interna ed esterna, ai profili di *governance*, fino ai meccanismi di rimborso e alle regole sugli incarichi, e sono formulate nella convinzione che alcuni interventi puntuali possano rafforzare complessivamente l'impianto del provvedimento.

1) Principio di separatezza patrimoniale dei fondi comuni di investimento (Articolo 36, comma 4, D.lgs 58/1998)

Di particolare importanza risulta l'intervento previsto dal Legislatore volto a chiarire il principio di separatezza patrimoniale dei fondi comuni di investimento. Con la novella viene, infatti, previsto che ogni fondo comune di investimento, così come ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisca un patrimonio autonomo, pienamente distinto da quello della società di gestione del risparmio, da quello dei singoli partecipanti, dagli altri comparti del medesimo fondo e da ogni altro patrimonio gestito dalla stessa società. La società di gestione risponde delle obbligazioni connesse alla gestione del fondo o del singolo comparto, comprese quelle di natura tributaria, esclusivamente con il patrimonio del fondo o del comparto interessato.

Su tali patrimoni non potranno essere esercitate azioni da parte dei creditori degli altri comparti, né nell'interesse di questi ultimi, né possono agire i creditori della società di gestione del risparmio, del depositario o del *sub* depositario. I creditori dei singoli investitori possono rivalersi unicamente sulle relative quote di partecipazione. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, né per proprio interesse né per conto di terzi, i beni appartenenti ai fondi gestiti e ai rispettivi comparti.

Tale chiarimento si è reso particolarmente necessario, in quanto alcuni provvedimenti giurisdizionali avevano elaborato il concetto della segregazione patrimoniale, già disciplinato dal TUF sin dalla sua versione originaria del 1998, in maniera distorsiva richiedendo dunque una norma di portata sistemica che facesse definitiva chiarezza in merito ai criteri di corretta imputazione delle debenze, incluse quelle di natura tributaria, a valere sul patrimonio separato dello specifico fondo tempo per tempo interessato (o del comparto di cui questo si componga), scongiurando il rischio che a risponderne potesse essere chiamato il patrimonio della società di gestione del risparmio ovvero quello di un altro fondo gestito dalla stessa società di gestione del risparmio.

2) Funzioni informative dell'organo di controllo (Art. 8, comma 3, D.lgs 58/1998)

In linea generale, pur essendo chiaro l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori, l'ampliamento dei doveri di vigilanza a carico degli OICR societari gestiti esternamente rischia di scoraggiarne l'utilizzo. Tale scelta, infatti, finirebbe per attribuire all'organo di controllo di enti

non soggetti a vigilanza, poiché il soggetto vigilato è il gestore esterno, funzioni, oneri e profili di responsabilità eccessivi.

Potrebbe, dunque, derivarne un evidente squilibrio tra le competenze richieste e i nuovi compiti imposti a tali organi, oltre a un aumento dei costi operativi, in quanto risulterebbe più complesso e dispendioso individuare figure qualificate disponibili a ricoprire questi ruoli.

Proposta

In ottica di proporzionalità, si propone di ricalibrare la norma, concentrando gli obblighi di vigilanza principalmente sul gestore esterno, salvaguardando l'efficacia dello strumento senza compromettere gli obiettivi di tutela.

3) Disciplina della separazione patrimoniale tra i comparti di SICAF gestite internamente (Art. 35-bis, comma 6-ter, D.lgs 58/1998)

Come già previsto per i fondi comuni di investimento dalla novella di cui al comma 4 dell'articolo 36, anche per le SICAF gestite internamente il Legislatore ha chiarito le regole sulla separazione patrimoniale e, nello specifico, tra i comparti della medesima società. Nelle SICAV e nelle SICAF a gestione interna che prevedono uno o più comparti, ciascun comparto costituisce un patrimonio autonomo, completamente distinto dal patrimonio generale della società e da quello degli altri comparti. Per tutte le obbligazioni legate alla gestione di un comparto, comprese quelle di natura fiscale, la società risponde solo con il patrimonio di quel comparto.

Così come per i fondi, sul patrimonio di un comparto non possono intervenire i creditori degli altri comparti, né quelli della società. Tuttavia, è stato specificato che, se un atto compiuto dalla società non indica espressamente il comparto a cui si riferisce, la responsabilità ricade sul patrimonio generale della società, senza che possa essere coinvolto il patrimonio degli altri comparti, salvo per obbligazioni da fatto illecito.

Anche in questo caso accogliamo con favore il chiarimento sulla segregazione dei comparti, che contribuisce a rafforzare la certezza giuridica. Desta però forti perplessità la norma che estende a tutti i comparti delle SICAF gestite internamente la responsabilità per fatti illeciti. Questa previsione esporrebbe gli investitori alle conseguenze di eventi estranei al loro specifico investimento, contravvenendo ai principi di separazione patrimoniale e introducendo un trattamento discriminatorio rispetto ai fondi comuni multi-comparto.

Proposta

Risulta necessario ribadire anche per le SICAV e SICAF a gestione interna la totale separazione patrimoniale anche per le obbligazioni da illecito, al fine di preservare la coerenza del sistema normativo e la parità di concorrenza, considerando inoltre che una tale previsione potrebbe minare l'attrattività e la diffusione dello stesso strumento societario.

4) Estensione dell'art. 2351 del Codice civile alle SICAF in gestione interna (Art. 35-quinquies, comma 5, D.lgs 58/1998)

Nell'ambito delle disposizioni riguardanti il capitale e le azioni delle SICAF in gestione interna, è stata prevista la possibilità di emettere azioni e strumenti finanziari partecipativi per ogni comparto ripristinando il limite, previsto dall'art. 2351 del Codice civile, della metà del capitale sociale per le azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti e con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni potestative.

Pur apprezzando l'obiettivo di rendere più coerente la disciplina delle SICAF a gestione interna, desta preoccupazione la scelta di eliminare, tra le norme non applicabili a questo strumento, il richiamo all'art. 2351, secondo comma, ultimo periodo, del Codice civile, rischiando di limitarne l'utilizzo pratico di dette società. La flessibilità prevista da quella disposizione non contrasta, a nostro avviso, con i principi della gestione collettiva, ma consente di differenziare i diritti amministrativi e di allocare in modo più efficace e appropriato gli incentivi, mantenendo piena coerenza con i principi generali in materia di gestione collettiva del risparmio. Si ritiene che dotare la SICAF in gestione interna di flessibilità nell'articolazione dei diritti amministrativi sia essenziale per armonizzare il ruolo di veicolo di investimento collettivo con quello di gestore, al fine di promuovere, *inter alia*, la tutela degli investitori e un'efficace *governance* societaria.

Proposta

Si propone, dunque, di prevedere nuovamente l'esclusione dell'applicazione dell'art. 2351, secondo comma, del Codice civile o, in subordine, di modificare il comma 5 per garantire, nel rispetto dei principi di parità di trattamento, trasparenza e informazione, la validità di assetti di diritti differenziati.

5) Disciplina delle SICAF in gestione esterna (Art. 38, D.lgs 58/1998)

L'articolo 38 del TUF, che disciplina puntualmente le SICAV e SICAF in gestione esterna, è stato oggetto di una profonda revisione al fine di favorire l'applicazione e utilizzo dello strumento societario. Appare evidente che un significativo ostacolo operativo sia stato rimosso grazie alla previsione per le SICAF in gestione esterna di poter procedere con la distribuzione degli acconti sui dividendi. Tuttavia, da una lettura complessiva delle disposizioni della norma, permangono alcune perplessità operative, che rischiano di scoraggiare l'adozione dello strumento.

Prima di tutto, il richiamo alle "altre obbligazioni" (che si riferiscono anche al fatto illecito sulla base di quanto previsto dalla Relazione) al regime di segregazione patrimoniale potrebbe esporre tutti i comparti alle potenziali ed eventuali ripercussioni delle azioni poste in essere dal gestore esterno e riferibili a uno specifico comparto.

In secondo luogo, l'eventuale divieto di distribuzione degli utili da parte della Banca d'Italia, previsto dal comma 7 dell'art. 38, appare contraddittorio, in quanto graverebbe non tanto sul patrimonio del gestore, soggetto sottoposto a vigilanza, quanto su quello degli investitori.

Proposta

Da un lato, come già previsto per le SICAV e le SICAF in gestione interna, si propone di limitare in ogni modo la responsabilità al singolo comparto coinvolto e, dall'altra, di orientare i poteri interdittivi dell'Autorità principalmente verso il gestore.

Andrebbe altresì specificato in modo esplicito che anche per le SICAV e le SICAF in gestione esterna sia prevista l'opzione, su base facoltativa, di istituire un patrimonio generale per ragioni di efficienza operativa.

6) Rimborso dei FIA chiusi riservati (Art. 39-*novies*, comma 4, D.lgs 58/1998)

La novella normativa in questione ha previsto a livello di norma primaria, e non più di decretazione secondaria, le disposizioni essenziali sul funzionamento dei FIA chiusi riservati italiani. Nello specifico, la nuova regolamentazione sui rimborsi dei FIA riservati fornisce agli investitori un'opzione di liquidità aggiuntiva per classi di attivi notoriamente illiquide e con orizzonti temporali estesi.

Tanto premesso, al fine di prevenire ogni incertezza interpretativa, si rende opportuno chiarire che le nuove norme sui rimborsi di cui al comma 4 dell'art. 39-*novies* non trovano applicazione ai casi di rimborso anticipato parziale menzionati al comma 3, lettera a) dello stesso articolo. Nonostante l'interpretazione prevalente escluda l'applicabilità delle previsioni del comma 4 ai rimborsi parziali *pro-quota*, data la loro diversa natura e finalità, si auspica un chiarimento normativo che possa eliminare qualsiasi ambiguità.

Proposta

A tal fine, il comma 4 dell'art. 39-*novies*, potrebbe essere così riformulato:

“4. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano chiuso riservato può prevedere ulteriori modalità di rimborso anticipato delle quote o azioni su iniziativa del gestore, in deroga al principio di proporzionalità di cui al comma 3, lettera a), purché sia assicurata la tutela di tutti gli investitori del FIA e la coerenza tra le politiche di investimento e di rimborso del FIA medesimo. Per i GEFIA sottosoglia registrati, resta fermo il rispetto delle disposizioni di cui alla parte II, titolo III, capo I-ter. Con riferimento ai rimborsi effettuati ai sensi del presente comma, i gestori autorizzati sono in grado di dimostrare alla Banca d'Italia e alla Consob che: [...]”

7) Modifica alla normativa in materia di *interlocking directorates* (Art. 36 del decreto-legge 201/2011)

L'art. 8 dello schema di decreto legislativo in oggetto interviene sulla disciplina che limita il cumulo di incarichi nei settori del credito, delle assicurazioni e dei servizi finanziari. La riforma elimina il divieto per i titolari di cariche negli organi di controllo, mentre lo mantiene per chi ricopre ruoli gestionali, di sorveglianza o funzioni di vertice, estendendolo anche alle capogruppo dei rispettivi gruppi. Il divieto continua, quindi, a riguardare l'assunzione o l'esercizio di incarichi analoghi presso imprese concorrenti o presso capogruppo di gruppi cui appartengono imprese

concorrenti. La nuova formulazione introduce, inoltre, una soglia dimensionale per l'applicazione della norma e abroga una precedente disposizione transitoria.

In proposito, si esprime apprezzamento per l'intervento di riforma alla disciplina in materia di *interlocking directorates* e le limitazioni introdotte all'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo della disposizione. Si osserva, peraltro, che, ai sensi del comma 4 dell'art. 8, la nuova disciplina sembrerebbe trovare applicazione esclusivamente in relazione alle cariche assunte o rinnovate successivamente all'entrata in vigore del decreto.

Proposta

Al riguardo, tenuto conto degli adempimenti operativi imposti in capo agli intermediari ai sensi della normativa in materia di *interlocking*, si propone di prevedere che il nuovo regime sia applicabile a partire dalla prima verifica annuale successiva alla data di entrata in vigore del decreto.

ULTERIORI CONSIDERAZIONI PER IL RAFFORZAMENTO DEL MERCATO DEI CAPITALI

Tra le misure volte a incrementare gli investimenti di capitali e la maggiore propensione verso forme di impiego degli strumenti di partenariato pubblico-privato, specie nell'ambito di progetti nel settore residenziale, si propone di riformare il c.d. regime di trasparenza fiscale di cui al decreto-legge n. 78/2010. Occorre, infatti, ovviare al forte disincentivo all'investimento che tale regime di tassazione sui proventi non percepiti implica, creando le condizioni per ampliare ulteriormente la platea dei potenziali investitori tra i quali raccogliere risorse finanziarie attualmente non allocabili su strumenti di risparmio gestito immobiliare in presenza del vigente assetto normativo.

Ai sensi della disposizione, infatti, i redditi conseguiti da un fondo immobiliare (o da una SICAF immobiliare) sono imputati, in proporzione alla quota di partecipazione e a prescindere dalla distribuzione, ai partecipanti "non istituzionali" residenti in Italia che possiedono quote di partecipazione superiori al 5%. Tale norma è stata introdotta nel 2010 ed è volta a contrastare l'utilizzo strumentale, da parte di investitori "non istituzionali", di fondi immobiliari a ristretta base partecipativa, istituiti per beneficiare dell'esenzione da imposte sui redditi prevista per i fondi immobiliari.

Va rilevato che il regime della trasparenza fiscale comporta un disincentivo all'investimento da parte di investitori "non istituzionali" in fondi immobiliari (italiani o esteri) o SICAF immobiliari, considerato che detto regime implica la tassazione su proventi non percepiti. Questo comporta una penalizzazione per i fondi immobiliari (e le SICAF immobiliari), in quanto si riduce la platea dei potenziali investitori, tra i quali l'OICR può raccogliere risorse finanziarie da investire (giòva rammentare che, in base alla definizione di OICR prevista dal TUF, una delle caratteristiche proprie dei fondi e delle SICAF immobiliari è la raccolta tra una pluralità di investitori delle risorse finanziarie da gestire).

Tanto premesso, con riferimento al rischio di strumentalizzazione di fondi immobiliari a ristretta base partecipativa (che rappresenta la motivazione del regime della trasparenza), deve ritenersi

che tale rischio non sussista nel caso in cui il fondo immobiliare sia partecipato da almeno un investitore istituzionale, di cui all'art. 32, comma 3, del decreto legge n. 78/2010 (ad es. banche, fondi pensione, OICR), che detenga, direttamente o indirettamente, almeno il 20% del fondo, ovvero nel caso in cui tale partecipazione sia suddivisa su più partecipanti che non presentano legami - societari e/o familiari - tra di loro.

In tali casi, infatti la presenza di un investitore istituzionale (banca, fondo pensione, OICR, organismo pubblico, ecc., portatori per definizione di una pluralità di interessi) con una partecipazione significativa (almeno il 20%); ovvero la partecipazione diffusa su almeno cinque soggetti, nessuno dei quali detentore di una partecipazione di controllo ed in totale assenza di legami tra quotisti, preclude la possibilità che uno o più investitori "non istituzionali" legati tra loro possano gestire nel proprio esclusivo interesse il fondo immobiliare, in modo tale da porre il fondo stesso in contrasto con i principi dettati dal TUF (raccolta del risparmio tra una pluralità di investitori e autonomia delle scelte di investimento della SGR).

CONFINDUSTRIA ASSOIMMOBILIARE

Fin dalla sua fondazione nel 1997, Confindustria Assoimmobiliare rappresenta a livello nazionale l'intera filiera degli operatori del real estate attivi in tutte le asset class immobiliari. Riunisce i principali investitori istituzionali, come SGR, Fondi immobiliari, SICAF, Società di Investimento Immobiliare Quotate e Non Quotate e ReoCO, oltre a istituti bancari e compagnie assicurative. Fanno parte dell'Associazione i più importanti sviluppatori immobiliari italiani e internazionali, società del settore anche pubblico che gestiscono grandi patrimoni immobiliari, aziende innovative PropTech, società di ingegneria e progettazione, nonché l'industria professionale dei servizi di consulenza al real estate, che include attività di valutazione degli asset, due diligence, property management, intermediazione, gestione del credito, servizi legali e fiscali. Aderiscono inoltre a Confindustria Assoimmobiliare anche fondazioni, enti e istituzioni con interessi riconducibili al mercato immobiliare per affinità, complementarità o raccordo economico.

Confindustria Assoimmobiliare ha come scopi principali il sostegno alla crescita del settore immobiliare, nella consapevolezza del ruolo relevantissimo del settore nello sviluppo economico complessivo del Paese; la creazione di un contesto favorevole agli investimenti dei propri Associati e all'attrazione di capitali nazionali e internazionali per lo sviluppo del territorio e la rigenerazione urbana; la rappresentanza e la tutela degli interessi dell'industry presso gli stakeholder istituzionali; la promozione dei principi per l'investimento immobiliare sostenibile e responsabile (SRPI) e dei principi Environmental Social e Governance (ESG); il supporto alla transizione green e digital del patrimonio immobiliare pubblico e privato; la promozione della trasparenza del mercato e della reputazione degli operatori immobiliari; la formazione di risorse professionali qualificate a servizio del settore immobiliare.