

A cura del team Fondi di Investimento & Servizi Finanziari dello studio  
[Gatti Pavesi Bianchi Ludovici](#)

## RIFORMA DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA Impatti per il Private Capital

### Il contesto: molti operatori, poche masse

Il **private capital italiano** si presenta oggi **frammentato e sottodimensionato** rispetto al panorama europeo. Il 46% dei gestori GEFIA opera sotto soglia, eppure questi rappresentano soltanto il 2,3% degli AUM totali dei GEFIA italiani, pari a circa 4,2 miliardi di euro su un totale di 182 miliardi, pur essendo soggetti alla medesima burocrazia dei grandi intermediari. Circa tre quarti dei gestori sotto soglia opera nel settore del venture capital, gestendo circa il 50% degli attivi VC italiani, con un AUM medio per gestore di circa 70 milioni di euro e per fondo di circa 30 milioni – un quinto rispetto ai gestori ordinari. La capitalizzazione di borsa rispetto al PIL si attesta al 19%, in calo dal 21% del 2023, collocandosi tra i livelli più bassi delle economie avanzate europee, con 408 società quotate, dato sostanzialmente stabile dal 2021. A livello europeo, circa 300 miliardi di euro all'anno di risparmio dell'Unione vengono investiti al di fuori dei confini comunitari, finanziando imprese straniere anziché l'innovazione e la crescita interna. A ciò si aggiunge una marcata avversione al rischio delle famiglie europee: il 70% di esse non accetta rischio finanziario, contro il 40% negli Stati Uniti, costituendo un freno strutturale al private capital. L'**obiettivo** dichiarato **della riforma** è dunque quello di **canalizzare il risparmio privato verso le imprese e l'innovazione**, rimuovendo i vincoli che penalizzano l'Italia rispetto al resto d'Europa.

### Il percorso verso la riforma

Il **percorso normativo** che ha condotto all'attuale riforma **prende avvio dal Testo Unico della Finanza del 1998**, prima disciplina organica dei mercati finanziari italiani. Nel periodo 2011-2014, la Direttiva AIFMD è stata recepita in modo restrittivo, imponendo l'obbligo di autorizzazione piena anche per i gestori sotto soglia: l'Italia è rimasta l'unica tra i grandi Paesi dell'Unione Europea ad adottare tale approccio. Nel 2019, il tentativo di introdurre le Società di Investimento Semplice (SIS) si è rivelato un insuccesso: in sei anni sono state istituite soltanto quattro SIS, penalizzate da limiti dimensionali e da una base legale fragile. Nel 2024, la **Legge Capitali (L. 21/2024)** ha conferito al Governo la delega per la riforma organica del TUF, introducendo prime semplificazioni per gli OICR societari. Il percorso si è concluso nel 2026 con l'**entrata in vigore del Nuovo TUF**, che ha introdotto il regime di registrazione e ulteriori semplificazioni.

**L'Italia era l'unica grande economia dell'Unione Europea a imporre l'obbligo autorizzativo pieno per tutti i gestori**, indipendentemente dalle dimensioni. Germania, Francia, Olanda, Irlanda e Spagna applicano il regime di registrazione semplificato per i gestori sotto soglia sin dal recepimento della Direttiva AIFMD nel

2014. Ne è derivato un **nodo critico**: dodici anni di svantaggio competitivo. Dal 2014 al 2026, mentre i gestori europei sotto soglia operavano con regole proporzionate e semplificate, quelli italiani sostenevano gli stessi costi di compliance dei grandi gruppi finanziari. In Italia, fino alla riforma, costituire e gestire qualsiasi fondo richiedeva una piena autorizzazione da parte di Banca d'Italia, indipendentemente dalle dimensioni; **operare senza autorizzazione configurava abusivismo finanziario**, rappresentando una **forte barriera all'ingresso** rispetto ai principali Paesi europei.

### **Le direttrici della riforma**

**La riforma si articola lungo tre assi** di intervento per un mercato più competitivo.

**La prima direttrice** riguarda l'apertura del mercato e prevede: l'introduzione del regime di registrazione per i gestori sotto soglia in luogo dell'autorizzazione piena; l'allineamento agli standard europei già adottati da Germania, Francia, Irlanda e Spagna; l'inquadramento di club deal e family office in un quadro normativo proporzionato; la semplificazione dei co-investimenti; maggiori opportunità per incubatori, acceleratori, venture builder e angel investor; e l'introduzione della Società di Partenariato come nuovo veicolo opzionale.

**La seconda direttrice** concerne la semplificazione normativa e comprende: l'eliminazione della vigilanza prudenziale per i gestori registrati sotto soglia; la razionalizzazione dei rapporti tra Banca d'Italia e Consob, con riduzione delle intese e dei procedimenti duplicati; il riconoscimento delle casse previdenziali quali investitori professionali di diritto, con accesso diretto al private capital; e la semplificazione del divieto di interlocking, con l'esclusione degli organi di controllo e delle situazioni infragruppo.

**La terza direttrice** è dedicata all'aggregazione, alle operazioni di M&A, alle partnership e alla crescita. Essa prevede: un regime proporzionale che incentiva la crescita delle masse, per cui chi supera le soglie passa all'autorizzazione piena; la possibilità di partnership tra gestori di diverse dimensioni e l'apertura alle reti di private banking; l'eliminazione delle istanze autorizzative in caso di acquisizione di un gestore sotto-soglia; l'eliminazione della SIS (quattro istituite in sei anni) in favore di veicoli più flessibili e scalabili; e una significativa riduzione della barriera all'ingresso per first-time fund manager e spin-off. **L'obiettivo** è quello di **favorire la nascita di gestori italiani di scala europea**, capaci di competere per i capitali istituzionali internazionali.

### **Soggetti e asset interessati dalla riforma**

**L'impatto della riforma è trasversale a tutte le strategie di private capital.**

Nel **private equity**, il regime semplificato favorisce l'ingresso di nuovi player, l'aggregazione tra operatori, le partnership e la creazione di veicoli di investimento semplificati per co-investimenti e club deal.

Nel **real estate**, la strutturazione è semplificata per nuovi operatori e club deal immobiliari.

Per quanto riguarda il **private debt** e il **direct lending**, i gestori di FIA di credito non possono accedere al regime di registrazione e devono optare per l'opt-in AIFMD.

Nel **venture capital**, circa tre quarti dei gestori sotto soglia opera in questo settore; i beneficiari diretti sono i gestori VC, ma anche incubatori, acceleratori, business angel e venture builder.

Quanto ai **soggetti interessati**, i **gestori GEFIA** già autorizzati sotto soglia nel private equity, venture capital e real estate possono scegliere tra la registrazione e l'opt-in AIFMD, mentre per i **FIA di credito** è previsto esclusivamente l'opt-in; per i **gestori VC** permane inoltre l'opzione EuVECA. I **promotori di nuove iniziative**, quali first-time fund manager e spin-off di team, beneficiano di una barriera all'ingresso significativamente ridotta. Gli **operatori esteri** possono avvalersi del nuovo regime per definire la stabile organizzazione in Italia e creare nuovi veicoli per il fundraising. **Le casse previdenziali e gli investitori istituzionali** sono riconosciuti come investitori professionali di diritto dal 2026, con accesso diretto a private equity, venture capital e fondi sotto soglia senza verifica preventiva. **Incubatori, acceleratori, venture builder e angel investor** hanno la possibilità di creare veicoli formali per il fundraising con oneri proporzionati. Infine, per **club deal, co-investimenti e family office** sono previste strutture miste regolamentate e non regolamentate con minore rischio regolamentare.

### **Timeline di implementazione**

**Il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47** è stato **pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 86 del 14 aprile 2026**. Il percorso legislativo ha preso avvio l'8 ottobre 2024 con la **Legge Capitali n. 21/2024**, che **ha conferito al Governo la delega per la riforma organica del TUF**. Nell'ottobre 2025 è stato approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri lo schema di decreto legislativo, con avvio dell'iter parlamentare. Nel febbraio 2026 Camera e Senato hanno espresso pareri favorevoli. **Il 27 marzo 2026 il Consiglio dei Ministri ha approvato in via definitiva il decreto legislativo attuativo dell'art. 19 della L. 21/2024, pubblicato il 14 aprile 2026**.

Per quanto riguarda i prossimi passi, la Fase 1 prevede **l'entrata in vigore il 29 aprile 2026**, quindici giorni dopo la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale. La **Fase 2, entro il 29 gennaio 2027** (nove mesi dall'entrata in vigore), prevede l'emanazione della normativa secondaria da parte di Banca d'Italia e Consob; nel frattempo, i gestori non possono istituire nuovi FIA incompatibili con il nuovo regime. La **Fase 3, entro il 29 gennaio 2028** impone ai gestori esistenti la scelta tra la registrazione (che richiede il consenso degli LP), l'opt-in AIFMD (piena autorizzazione con passaporto UE) o il regime EuVECA (posizione intermedia per i gestori VC).

### **Impatti pratici: cosa fare e cosa monitorare**

Sul piano operativo, **ciascuna categoria di soggetti è chiamata ad azioni specifiche**. I gestori GEFIA di private equity, venture capital e real estate sotto soglia devono valutare la scelta tra registrazione e opt-in AIFMD: la registrazione semplifica gli oneri ma elimina il passaporto europeo e richiede il consenso dei partecipanti ai FIA; per i gestori VC è opportuno valutare anche l'opzione EuVECA; la decisione dovrà essere assunta nella Fase 3, entro il 29 gennaio 2028. I gestori GEFIA di private debt (FIA di credito) sono tenuti all'opt-in AIFMD obbligatorio, con azione prioritaria. I first-time fund manager e gli spin-off di team possono utilizzare il regime di registrazione come porta d'ingresso, valutando le soglie (500 milioni di euro senza leva e 100 milioni di euro con

leva) e le limitazioni operative. Per club deal, family office e co-investimenti è necessario strutturare i veicoli nel nuovo quadro normativo proporzionato, con la possibilità di adottare strutture miste regolamentate e non regolamentate. Incubatori, acceleratori, venture builder e angel investor possono creare veicoli formali per il fundraising con oneri proporzionati, uscendo dalla zona grigia normativa. Le casse previdenziali, riconosciute come investitori professionali di diritto, beneficiano dell'eliminazione della verifica caso per caso e dell'apertura strutturale a private equity, venture capital e fondi sotto soglia, con impatto immediato.

Restano alcuni **punti aperti da monitorare**. In primo luogo, la normativa secondaria di Banca d'Italia e Consob, attesa entro gennaio 2027, dalla quale dipendono i dettagli operativi del regime di registrazione. In secondo luogo, il regime EuVECA, che rappresenta una posizione intermedia di particolare interesse per i gestori VC, i cui dettagli dovranno essere chiariti con la normativa secondaria. In terzo luogo, la Società di Partenariato, i cui dettagli operativi e benefici fiscali sono ancora in fase di valutazione e la cui adozione sarà progressivamente vagliata dal mercato. Infine, le dinamiche di aggregazione e M&A tra gestori, con l'eliminazione delle istanze autorizzative in caso di acquisizione di un gestore sotto-soglia.

**Prossimo step operativo** consiste nell'avviare la mappatura dei fondi e dei gestori interessati dalla scelta tra registrazione e opt-in AIFMD.

## **Approfondimenti**

Tra i gestori autorizzati rientrano le SGR autorizzate, le SICAV e le SICAF in gestione interna autorizzata, le Società di Partenariato in gestione interna autorizzata, i gestori di ELTIF, i gestori di FCM, i gestori di fondi EuVECA (Reg. UE 345/2013) e i gestori di fondi EuSEF (Reg. UE 346/2013). **La riforma introduce**, quale novità, **la categoria dei gestori sotto soglia registrati, che comprende le SGR sotto soglia registrate, le SICAF sotto soglia registrate e le Società di Partenariato sotto soglia registrate**. La registrazione costituisce un regime alternativo all'autorizzazione, riservato ai GEFIA che operano entro determinate soglie patrimoniali, pari a 100 milioni di euro con leva ovvero 500 milioni di euro senza leva.

Con riferimento alla **procedura di registrazione**, il regime attuale prevede l'autorizzazione da parte di Banca d'Italia, che comporta la valutazione dell'assetto proprietario, del programma di attività, della struttura di governance e degli esponenti aziendali, dell'organizzazione e del sistema dei controlli interni, con una durata complessiva di circa dodici mesi. Il nuovo regime di registrazione prevede invece la presentazione di un'istanza di iscrizione nel registro, corredata dalla documentazione definita da Banca d'Italia con regolamento e da una relazione sull'assetto organizzativo e sui controlli antiriciclaggio, con una **durata significativamente ridotta**.

Le **condizioni di registrazione** sono disciplinate dall'art. **35-quaterdecies del TUF** e si applicano a tutti i GEFIA sotto soglia registrati (SGR, SICAF e Società di Partenariato).

Le soglie patrimoniali sono fissate in 100 milioni di euro per i gestori che utilizzano la leva finanziaria e in 500 milioni di euro per quelli che non la utilizzano e non prevedono il rimborso per cinque anni. L'oggetto sociale deve essere esclusivamente la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. La forma giuridica richiesta è la S.p.A. per le SGR e le SICAF e la S.a.p.A. per le Società di Partenariato. I FIA gestiti devono

assumere esclusivamente la forma di fondi chiusi e il loro patrimonio non può essere investito in crediti (ad eccezione dei "prestiti di azionista" di cui all'art. 46-bis, comma 01, lettera c) del TUF), né il gestore può assumere ruoli in operazioni di cartolarizzazione. Gli investitori devono essere esclusivamente professionali, con eccezioni per soggetti che investano almeno 500.000 euro e dispongano di un portafoglio di almeno 5 milioni di euro, nonché per il personale del gestore. È richiesta la trasmissione a Banca d'Italia di una relazione sull'assetto organizzativo e sui controlli antiriciclaggio. La sede legale e la direzione generale devono essere situate in Italia. Gli esponenti aziendali devono possedere i requisiti di onorabilità previsti dall'art. 13 del TUF; si segnala che la riforma ha eliminato il divieto di interlocking.

Con riguardo al **regime semplificato in materia di obblighi e vigilanza**, il GEFIA registrato è tenuto ad operare con diligenza professionale, correttezza e trasparenza, nel migliore interesse dei FIA e dei partecipanti. Deve dotarsi di un'organizzazione idonea a ridurre al minimo i conflitti di interesse, anche tra patrimoni gestiti, e disporre di risorse adeguate e procedure idonee per l'efficiente svolgimento delle attività. È tenuto alla determinazione periodica del valore delle attività gestite in conformità a procedure definite. Gli esponenti aziendali sono soggetti a sospensione e decadenza, e l'organo di controllo costituisce interlocutore diretto, con obblighi di segnalazione a Banca d'Italia e Consob. Le segnalazioni periodiche sono limitate ai principali investimenti, alle esposizioni e alla concentrazione. L'unico ambito in cui restano applicabili sanzioni specifiche è quello dell'antiriciclaggio. Quanto ai poteri di Banca d'Italia, in via continuativa essa può fissare limiti di leva finanziaria massima e adottare misure restrittive del rischio sistemico, nonché esercitare poteri informativi e richiedere atti e documenti, ma esclusivamente al fine di verificare le condizioni di registrazione e il contenimento del rischio. In caso di fondato sospetto di violazioni o di grave rischio sistemico, Banca d'Italia dispone di poteri intensificati, incluse le ispezioni. In via speciale, è prevista la cancellazione dal registro qualora vengano meno le condizioni di registrazione.

Sotto il profilo dei **limiti operativi**, ai GEFIA sotto soglia registrati è consentita la gestione collettiva del risparmio quale servizio esclusivo, la gestione di FIA chiusi esclusivamente riservati ad investitori professionali, l'ammissione eccezionale di investitori non professionali (con investimento minimo di 500.000 euro e portafoglio di almeno 5 milioni di euro, oppure personale del gestore), nonché lo svolgimento di attività connesse e strumentali. Sono invece vietati o esclusi: la gestione di fondi aperti; la gestione di fondi di credito (private debt e direct lending), ad eccezione dei fondi che concedono "prestiti di azionista" ai sensi dell'art. 46-bis, comma 01, lettera c) del TUF; la gestione di fondi EuVECA (soggetti a disciplina separata); l'assunzione del ruolo di gestore esterno di OICR societari; le strutture master-feeder; la prestazione di servizi di investimento quali gestione di portafogli e consulenza; e le operazioni di cartolarizzazione in qualità di cedente, prestatore originario o SPV.

Per quanto concerne la **disciplina transitoria per i gestori esistenti**, entro dodici mesi dall'adozione della normativa secondaria di Banca d'Italia i gestori esistenti devono effettuare la propria scelta tra due opzioni. L'Opzione A prevede il mantenimento dell'autorizzazione piena: il gestore comunica a Banca d'Italia la volontà di essere assoggettato alla disciplina dei gestori autorizzati, con obblighi regolamentari e di

vigilanza pieni. L'Opzione B prevede la registrazione sotto soglia: il gestore presenta istanza di iscrizione nel registro dei GEFIA sotto soglia, previa acquisizione del consenso espresso di ciascun LP/partecipante. Si segnala che, in assenza del consenso di ogni partecipante, non è possibile procedere con la registrazione.

Se non si sceglie entro 12 mesi, è prevista la revoca dell'autorizzazione e cancellazione dall'albo. Durante il periodo transitorio: è possibile istituire nuovi FIA e proseguire la commercializzazione con avvisi agli investitori sui rischi del mancato rinnovo.

Con riferimento ai **gestori EuVECA**, il Regolamento (UE) n. 345/2013 distingue due categorie. La prima comprende i gestori "sotto soglia" EuVECA, registrati ai sensi dell'art. 14 del medesimo regolamento, soggetti a requisiti ulteriori rispetto ai gestori sotto soglia ordinari in materia di fondi propri, governance, onorabilità e organizzazione interna, ma non sottoposti alla piena autorizzazione AIFMD, pur con requisiti più stringenti del regime sotto soglia standard. La seconda categoria comprende i gestori autorizzati EuVECA, autorizzati ai sensi dell'art. 6 della Direttiva AIFMD con autorizzazione piena per la gestione di FIA, che possono gestire fondi EuVECA come ulteriore categoria di FIA nell'ambito della loro autorizzazione. Lo schema del TUF, modificando l'art. 4-quinquies, chiarisce il trattamento di entrambe le categorie nell'ordinamento italiano. Entrambe le categorie — indipendentemente dalla soglia — sono iscritte in un apposito registro tenuto da Banca d'Italia e rientrano nella categoria dei «gestori autorizzati» ai sensi della nuova lett. q-bis.1) dell'art. 1, co. 1, TUF.

Infine, la riforma introduce la **Società di Partenariato**, definita dall'art. 1, comma 1, lettera i-quater.1) del TUF come un OICR chiuso costituito in forma di S.a.p.A. con sede legale e direzione generale in Italia, avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital. La Società di Partenariato può operare in gestione interna autorizzata (art. 35-novies.2 TUF), come GEFIA sotto soglia registrato (art. 35-quaterdecies TUF) ovvero in gestione esterna (art. 38-bis TUF). L'obiettivo è creare un OICR riconosciuto a livello internazionale con una chiara distinzione tra soci accomandanti (LP/investitori) e accomandatari (GP), replicando il modello tipico del panorama lussemburghese. Tra i potenziali profili critici si segnalano la rigidità societaria della S.a.p.A., la bassa riconoscibilità internazionale e il rischio che l'introduzione di un equivalente poco noto della struttura LP/GP internazionale, già consolidata altrove, non raggiunga l'obiettivo di attrattività cross-border.