

APPROFONDIMENTI

La riforma del TUF e le novità per gli intermediari

Gennaio 2026

Paolo Roberto Amendola, Associate, Annunziata & Conso



Paolo Roberto Amendola, Associate,
Annunziata & Conso

1. Premessa e contesto della riforma

In data 8 ottobre 2025 il Consiglio dei ministri ha approvato lo schema di decreto legislativo recante l'attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21 (c.d. "**Legge Capitali**") per la revisione:

- (i) delle disposizioni in materia di mercati dei capitali previste dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("**TUF**"); e
- (ii) delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti ("**Schema TUF**").

Lo Schema TUF è basato sui seguenti principi e linee direttrici e mira a razionalizzare e coordinare il TUF e il Codice civile al fine di assicurare una maggior coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare gli obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo, altresì, a correggere eventuali disfunzioni riscontrate. Detti principi e linee direttrici sono, più precisamente:

- favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati;
- favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese;
- rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali;
- aumentare la competitività del mercato nazionale semplificando e razionalizzando la disciplina degli emittenti e le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina;
- facilitare il finanziamento dell'impresa in tutte le sue fasi di crescita, ivi incluso il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentari a quella nei mercati regolamentati;

- rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione, anche ampliando il novero delle forme societarie ammissibili ai fini del servizio di gestione collettiva del risparmio, garantendo la correttezza e l'adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori;
- prevedere il riordino, il coordinamento e l'aggiornamento della disciplina in materia di servizi e attività di investimento, ivi inclusi gli obblighi informativi e la disciplina dei contratti e in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio;
- temperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli;
- assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando, altresì, adeguate forme di coordinamento e di scambio di informazioni per un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate;
- razionalizzare la disciplina sulla tutela della concorrenza e sulle partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari, prevista dall'articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214 (c.d. *interlocking*), al fine della riduzione e del contenimento degli oneri conseguenti in capo agli operatori, anche valutandone la soppressione;

Tanto premesso, la presente nota descrive le principali modifiche introdotte dallo Schema TUF aventi maggiore impatto sulla disciplina e operatività degli intermediari. Si precisa che l'analisi si colloca in un contesto ancora in evoluzione, poiché il testo dello Schema TUF è attualmente al vaglio delle Commissioni parlamentari e potrà subire modifiche nel corso dell'iter di approvazione, con potenziali effetti sull'impianto complessivo della riforma.

2. La distinzione tra "gestori autorizzati" e "GEFIA sotto soglia registrati"

Lo Schema TUF introduce, nell'ambito della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio e innovando rispetto alla Legge Capitali, la distinzione tra:

- "*gestore autorizzato*", tra cui rientrano la Sgr autorizzata, la Sicav in gestione interna autorizzata, la Sicaf in gestione interna autorizzata, la Società di partenariato in gestione interna autorizzata, il gestore di ELTIF, il gestore di FCM, nonché i gestori di fondi EuVECA disciplinati ai sensi del regolamento (UE) 345/2013 e i gestori di fondi EuSEF disciplinati ai sensi del regolamento (UE) 346/2013, italiani (art. 1, co. 1, TUF la lett. q-bis.1) del TUF);
- "*gestore di FIA sotto soglia registrato*" (GEFIA sotto soglia registrato), tra cui rientrano la società di gestione del risparmio sotto soglia registrata, la Sicaf sotto soglia registrata e la società di partenariato sotto soglia registrata (art. 1, co. 1, TUF la lett. q-bis.1) del TUF).

Lo Schema TUF propone dunque una distinzione metodologica e sostanziale, prevedendo, con riferimento ai GEFIA sotto soglia registrati, un regime regolamentare e di vigilanza più snello, al fine di favorire lo sviluppo del mercato del *private equity* e *venture capital*. Come precisato nella Relazione Illustrativa dello Schema TUF¹, infatti, tale distinzione viene tracciata nella prospettiva di un allineamento tra il procedimento autorizzativo applicabile alle Sgr e quello previsto per gli Oicr costituiti in forma societaria. In coerenza con il principio di proporzionalità, tale approccio dovrebbe consentire dunque di alleggerire gli adempimenti regolamentari previsti sia per l'accesso al mercato, sia continuativi in capo ai gestori di dimensioni contenute, riducendo anche gli oneri di vigilanza per le Autorità su dette tipologie di gestori, aventi ridotto impatto sistemico: ciò dovrebbe di conseguenza favorire la costituzione di veicoli di investimento alternativi, con impatti positivi in termini di sviluppo e crescita delle aziende, supporto ai processi fondamentali di innovazione e aumento dell'occupazione, in coerenza con le esperienze normative di altri ordinamenti dell'UE, quali Francia, Lussemburgo e Germania.

In tale ottica la distinzione si basa in prevalenza sul requisito dimensionale che i GEFIA sotto soglia

¹ Cfr. p. 4 della Relazione Illustrativa allo Schema Tuf.

registrati devono rispettare (unitamente agli altri requisiti), ai fini della registrazione, ossia: il valore totale delle attività dei FIA gestiti², calcolato in conformità con la procedura disciplinata dall'art. 2 del regolamento delegato (UE) 231/2013, non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni di euro se i FIA gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non è consentito agli investitori l'esercizio del diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale³.

Diversamente dalle scelte legislative del 2015, lo Schema TUF attua quanto previsto dall'art. 3, par. 3 della Direttiva 2011/61/UE ("**AIFMD**"), introducendo un regime nazionale di registrazione, alternativo rispetto all'autorizzazione "piena", prevista per i gestori autorizzati (sopra soglia). Si segnala in proposito che, in occasione del recepimento della AIFMD nel 2015 l'Italia non aveva aderito al regime agevolato previsto per i GEFIA sotto soglia, preferendo mantenere un regime di autorizzazione ordinaria e l'applicazione delle regole di vigilanza prudenziale e di condotta, pur introducendo talune semplificazioni e limitando l'attività ai FIA riservati.

La citata distinzione produce, dunque, effetti su tutte le altre disposizioni del TUF che sono state modificate e/o ri-organizzate per chiarire la loro applicabilità all'una o all'altra categoria o, in alcuni casi, a entrambe⁴.

3. Le condizioni di registrazione e il regime di vigilanza semplificato dei GEFIA sotto soglia registrati

Sotto il profilo generale, si evidenzia preliminarmente che è affidato alla Banca d'Italia il compito di disciplinare con regolamento la procedura di iscrizione e la documentazione da trasmettere per i GEFIA sotto soglia registrati: è dunque dalle scelte del regolatore che potrà misurarsi in definitiva la reale ed effettiva semplificazione - soprattutto sotto il profilo delle barriere di ingresso al mercato - applicabile

² In conformità con quanto previsto ai sensi dell'art. 3, par. 2 AIFMD.

³ La disposizione specifica come ai fini del calcolo delle soglie si deve tener conto dei FIA gestiti direttamente dal gestore, nonché dei FIA gestiti dalla società controllante, da soggetti da questa direttamente o indirettamente controllati o controllanti ovvero sottoposti a comune controllo. Il controllo sussiste nei casi previsti dall'articolo 23 del d.lgs. n. 385 del 1° settembre 1993, ("TUB").

⁴ A titolo esemplificativo, lo Schema TUF limita ai soli gestori autorizzati l'applicazione delle previsioni in materia di acquisto o cessione di partecipazioni qualificate, sospensione dei diritti di voto e richieste informative da parte della Banca d'Italia e della Consob sulla titolarità di partecipazioni qualificate, previste rispettivamente dagli articoli 15, 16 e 17 del TUF.

ai GEFIA sotto soglia registrati rispetto ai gestori autorizzati.

A ciò si aggiunga che lo Schema TUF prevede, per i GEFIA sotto soglia registrati, uno stringente ambito di operativa: l'attività che possono svolgere è, infatti, limitata alla gestione collettiva del risparmio⁵ e alle attività strettamente connesse o strumentali⁶. Essi non possono gestire OICR aperti, SICAV o SICAF in gestione esterna, EuSEF ed EuVECA o costituire strutture *master-feeder*⁷.

Il regime di "registrazione" dedicato ai GEFIA sotto soglia registrati è tracciato dal nuovo art. 35-*quaterdecies* del TUF, contenuto nel Capo I-ter, dedicato alla disciplina dei soggetti registrati: detta norma stabilisce appunto le condizioni al ricorrere delle quali i GEFIA sotto soglia possono essere registrati, individuando requisiti comuni a tutti e tre le tipologie di gestore di FIA sotto soglia (come sopra identificati) e alcune condizioni specifiche per ciascuna di esse.

La struttura della norma elenca (i) al co. 1, le condizioni di registrazione applicabili alle Sgr sotto soglia registrate, (ii) al co. 2, le condizioni di registrazione applicabili alle Sicaf sotto soglia registrate, e (iii) al co. 3 le condizioni di registrazione applicabili alle società di partenariato sotto soglia registrate. Più precisamente, il comma 1 detta le condizioni "comuni" a tutti i GEFIA sotto soglia registrati, mentre talune condizioni specifiche sono previste per le Sicaf sotto soglia registrate e per le Società di partenariato ai co. 2 e 3, rispettivamente.

Quanto al regime di vigilanza, l'art. 35-*septiesdecies* del TUF, nel disciplinare i poteri di vigilanza attribuiti alla Banca d'Italia, prevede che quest'ultima può esercitare controlli proporzionati e mirati alla verifica della permanenza dei requisiti di registrazione, alla valutazione dei rischi sistemici e alla verifica dei presidi antiriciclaggio. L'Autorità può inoltre richiedere informazioni, convocare esponenti aziendali, effettuare ispezioni e imporre limiti alla leva finanziaria.

Per garantire un passaggio ordinato al nuovo regime, lo Schema TUF reca all'art. 12 specifiche dispo-

⁵ Che includono le attività di cui al l'art. 33, co. 1 (gestione del patrimonio e dei rischi e amministrazione e commercializzazione degli OICR gestiti) nei limiti e alle condizioni dell'art. 35 *quaterdecies* (cfr. art. 33, co. 3-ter dell'art. 33 del TUF).

⁶ Cfr., in questo senso, i neo-introdotti artt. 32-*quater*, co. 1-bis e 33, co. 3-ter del TUF.

⁷ Cfr. art. 35-*sexiesdecies*, co. 2 del TUF.

sizioni transitorie prevedendo, tra l'altro, l'obbligo, entro dodici mesi dall'adozione della normativa secondaria della Banca d'Italia, per i gestori che attualmente operano in regime di deroga ai sensi dell'art. 35-*undecies* del TUF (che lo Schema TUF propone di abrogare), di comunicare all'Autorità di vigilanza la propria scelta di assoggettarsi al regime dei gestori autorizzati, adottando le misure necessarie per conformarsi ai relativi requisiti, oppure presentare istanza di iscrizione nel registro dei GEFIA sotto soglia registrati. In quest'ultimo caso, il gestore è tenuto a informare gli investitori dei FIA gestiti e a ottenere da ciascuno di essi il consenso espresso alla prosecuzione dell'incarico di gestione anche successivamente alla registrazione; in mancanza di tale consenso, l'istanza non può essere presentata. È altresì contemplata la revoca dell'autorizzazione di tutti i gestori che alla scadenza del termine di dodici mesi non siano passati al nuovo regime o non abbiano fatto richiesta per l'*opt-in*.

4. Le Società di partenariato

Lo Schema TUF introduce un nuovo veicolo di investimento (non contemplato dalla Legge Capitali), ossia le "Società di partenariato", ispirandosi ai modelli di *limited partnership* (già) diffusi nei principali ordinamenti europei (Francia, Germania e Lussemburgo), con l'obiettivo di incentivare gli investimenti di lungo periodo nel *private equity* e nel *venture capital*. Come precisato nella Relazione Illustrativa allo Schema TUF (p. 13), il modello di riferimento prevede due tipologie di *partner*: i *limited partners*, investitori limitatamente responsabili e i *general partners*, con poteri di gestione e illimitatamente responsabili (i quali ricevono *management fees* e *carried interest* a fronte del relativo impegno) e che generalmente operano attraverso una *management company* esterna. La riforma, inserendo le pertinenti disposizioni nel Titolo III, Parte II del TUF, mira dunque a introdurre nel diritto interno una soluzione flessibile e competitiva per gli investitori istituzionali e professionali, superando al contempo i limiti strutturali che avevano caratterizzato l'esperienza delle Società di investimento semplice (c.d. "SIS"), che invece lo Schema TUF propone di abrogare⁸ in quanto, come evidenzia la Relazione Illustrativa, trattasi di un modello di società (che peraltro ha avuto uno scarso sviluppo) che, in conseguenza della scelta di sottoporre a registrazione i gestori sotto soglia, risulta superato⁹.

⁸ Cfr. art. 1, lett. a) n. 7 dello Schema TUF.

⁹ Cfr. p. 6 della Relazione Illustrativa allo Schema TUF.

La *ratio* della disciplina delle Società di partenariato è, come precisa la stessa Relazione allo Schema TUF, quella di trasporre nell'ordinamento italiano e, dunque, nel relativo mercato dei capitali, schemi operativi già sperimentati con successo in altri Paesi europei, in cui la distinzione tra investitori-accomandanti e *general partner*-accomandatari risponde all'esigenza di separare la funzione di apporto di capitale da quella di gestione, avvicinando dunque il sistema italiano a quello con cui le maggiori realtà finanziarie estere sono familiari, al fine di attrarre capitali e contribuire alla crescita di un sistema considerato cruciale per sostenere le fasi iniziali e di sviluppo delle imprese.

L'art. 1, co. 1, lett. *i-quater*.1 del TUF inserisce le società di partenariato tra gli Oicr italiani chiusi e, qualora gestiscano il proprio patrimonio e siano - giocoforza - autorizzate, le qualifica come "soggetti abilitati" e "gestori autorizzati" ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. La Società di partenariato è costituita in forma di società in accomandita per azioni ed ha per oggetto sociale esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio nelle forme del *private equity* e del *venture capital*. Il nuovo art. 1, co. 1, lett. *i-quater*.6 del TUF, definisce espressamente tali attività come "*l'attività che consiste nell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione*". Tale formulazione consente dunque di mantenere la partecipazione del fondo anche nella fase successiva alla quotazione, in coerenza con la finalità di sostenere nel lungo periodo i progetti imprenditoriali rivelatisi di successo sotto il profilo della raccolta.

L'assetto societario della Società di partenariato è caratterizzato (alla stregua del modello civilistico della società in accomandita per azioni) da un modello di *governance* articolato nella presenza dell'assemblea dei soci, di un consiglio di amministrazione e di un collegio sindacale. Ancor di più rispetto alla *ratio* riscontrabile nel modello di diritto comune, nella Società di partenariato tale configurazione assicura ai soci accomandanti la titolarità di diritti corporativi volti a presidiare l'investimento e a garantire un livello di controllo più diretto sulla conduzione della società.

Coerentemente con le SICAF, la Società di partenariato può essere gestita internamente o esternamente: nel primo caso assume la qualifica di gestore e, in funzione delle masse gestite, può operare come gestore autorizzato o come GEFIA sotto soglia registrato ai sensi dell'art. 35-*quaterdecies* del

TUF; nel secondo caso, opera invece come Oicr societario in gestione esterna, affidando la gestione a un gestore autorizzato ai sensi dell'art. 35 del TUF.

Le Società di partenariato sotto soglia registrate, ai fini dell'iscrizione nel registro dei GEFIA sotto soglia tenuto dalla Banca d'Italia, devono rispettare i requisiti previsti per le Sgr, salve le specificità dettagliate dalla proposta normativa.

Ai sensi dell'art. 11 dello Schema TUF, le nuove disposizioni troveranno applicazione decorsi nove mesi dall'entrata in vigore delle modifiche al TUF, termine entro il quale dovranno essere adottate le disposizioni secondarie di attuazione e completati gli interventi di adeguamento degli albi e dei registri di vigilanza. A partire da tale momento sarà possibile procedere alla costituzione delle Società di partenariato, restando ferma la facoltà prevista dall'art. 35-novies.6, co. 2 del TUF per la Banca d'Italia di emanare, ove ne ravvisi l'esigenza, ulteriori disposizioni attuative o di coordinamento a completamento del quadro regolamentare.

Dal punto di vista operativo, il successo delle Società di partenariato dipenderà probabilmente dalla capacità di coniugare l'impianto giuridico della S.a.p.a. con le esigenze di flessibilità proprie dei veicoli di investimento alternativi. La scelta di utilizzare una forma tipica del diritto societario italiano quale la S.a.p.a., infatti, potrebbe esporre il nuovo modello alle rigidità strutturali dell'ordinamento interno, meno adattabile rispetto ai sistemi di *common law* o a quelli di Paesi come Lussemburgo e Francia, in cui le *limited partnership* offrono ampi margini di autonomia contrattuale nella definizione dei rapporti tra investitori e gestori. In tal senso, l'effettiva attrattività delle Società di partenariato potrà dipendere anche dalla capacità del legislatore e della normativa secondaria di attuazione di mitigare possibili rigidità strutturali e dalla definizione di un regime fiscale coerente con la natura di Oicr, limitando trattamenti meno favorevoli rispetto a quelli previsti per i fondi esteri comparabili.

5. Sicav e Sicaf

Tra le modifiche apportate dallo Schema TUF, si segnala la riformulazione delle definizioni di Sicav e Sicaf.

Anzitutto, si segnala che, rispetto alla Legge Capitali, all'art. 1, co. 1 del TUF lo Schema TUF, reintroduce,

inter alia, le definizioni generali di "Sicav" e "Sicaf" alle lettere i) e i-bis), rispettivamente, includendovi espressamente sia le società in gestione interna (per le Sicaf sia quelle autorizzate, sia quelle sotto soglia registrate), sia quelle in gestione esterna. Alle nuove lettere i.1) e i-bis.1) sono inoltre inserite le definizioni specifiche di "Sicav in gestione interna" e "Sicaf in gestione interna", mentre alle lettere i.3) e i-bis.4) vengono riformulate le definizioni di "Sicav in gestione esterna" e "Sicaf in gestione esterna". Le ulteriori lettere i-bis.2) e i-bis.3) introducono, infine, le distinzioni tra "Sicaf in gestione interna autorizzata" e "Sicaf sotto soglia registrata", a presidio del nuovo regime differenziato dei gestori sotto soglia registrati previsto dal Capo I-ter del TUF.

A completamento, la nuova lettera m-ter.1) del medesimo art. 1, co. 1 del TUF introduce la definizione unitaria di "OICR societario in gestione esterna", che ricomprende, in un'ottica di semplificazione e coordinamento sistematico, la Sicav in gestione esterna, la Sicaf in gestione esterna e la Società di partenariato in gestione esterna.

Talune delle modifiche proposte dallo Schema TUF per quanto riguarda la disciplina degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) in gestione esterna costituiti in forma societaria¹⁰ erano state anticipate dalla Legge Capitali stessa. Rientrano tra tali modifiche la più netta distinzione tra le Sicav e le Sicaf che gestiscono direttamente il proprio patrimonio (c.d. in gestione interna) e quelle che affidano la gestione del proprio patrimonio a intermediari abilitati (c.d. in gestione esterna), nonché la semplificazione della disciplina applicabile a queste ultime.

Sul piano sistematico, il TUF formulava, già prima della Legge Capitali e dello Schema TUF, una marcata distinzione tra Sicav e Sicaf autogestite ed eterogestite (così definite prima delle modifiche apportate dalla Legge Capitali): mentre quelle autogestite sono al contempo gestori e Oicr - e sono perciò disciplinate nello stesso Capo del TUF dedicato alle società di gestione del risparmio (Sgr) - le seconde

¹⁰ Per un'analisi delle novità introdotte dalla Legge Capitali in materia di Oicr societari in gestione esterna si veda: F. Annunziata, A. La Mantia, *Il nuovo regime di vigilanza sulle Sicav e Sicaf in gestione esterna*, Le Società, 2024, n. 7, IPSOA-Wolters Kluwer, p. 870; P. Valensise e M. Sacchetti, *Commento all'art. 16 della Legge Capitali*, in *Commentario alla legge Capitali*, a cura di P. Marchetti, M. Ventoruzzo, Pacini Giuridica, 2024; M.G. Iocca, *Commento all'art. 16 della Legge Capitali*, in *Commentario alla legge Capitali*, a cura di G. Martina, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Giappichelli, 2024.

rivestono esclusivamente la qualifica di Oicr e sono, infatti, disciplinate nel medesimo capo dei fondi comuni di investimento. Nonostante la mancata coincidenza, nelle eterogestite, tra gestore e Oicr, l'art. 38 del TUF vigente sino alla Legge Capitali (parimenti a quanto accadeva nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di cui al Provvedimento della Banca d'Italia in data 19 gennaio 2025) non riconosceva differenze di regolamentazione sostanziali, ad eccezione, naturalmente, della disciplina e delle naturali conseguenze derivanti dall'attribuzione della gestione a un soggetto esterno¹¹.

Sulla scorta di quanto già stabilito dalla Legge Capitali, lo Schema TUF intende ribadire e rinforzare il principio secondo cui **le Sicav e le Sicaf in gestione esterna non rientrano tra i soggetti autorizzati alla gestione collettiva del risparmio, uniformandone la disciplina a quella dettata per i fondi comuni di investimento**, ai quali, per natura e sul piano operativo, risultano maggiormente assimilabili. La precedente tendenza a estendere le regole proprie dei gestori anche alle società di investimento eterogestite ha infatti sovente sollevato problemi di uniformità rispetto al modello di Oicr in forma contrattuale rappresentato dal fondo comune di investimento. Il proposto intervento legislativo parte, dunque, dall'assunto che le regole applicabili alle società di investimento in gestione esterna fossero sproporzionate rispetto alla natura e ai rischi assunti da tali organismi che, pur non avendo alcun potere di gestione del patrimonio raccolto, erano di fatto considerati gestori autorizzati e conseguentemente assoggettati ai requisiti autorizzativi e di vigilanza propri di tali soggetti¹², a differenza degli Oicr contrattuali (i.e. i fondi).

Con particolare riferimento agli Oicr societari in gestione esterna, l'impatto dello Schema TUF riguarda, principalmente, il regime autorizzativo (che presenta profili poco chiari che dovranno auspicabilmente essere risolti in sede di approvazione definitiva dello Schema TUF), ai requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale (non più applicabili per gli Oicr societari in gestione esterna), agli acconti sui dividendi (non sottoposti al limite civilistico di cui al 2433-bis del Codice civile per gli Oicr societari in gestione esterna, in contrapposizione con gli Oicr societari in gestione interna a cui

continuano ad applicarsi detti limiti), alla segregazione tra comparti (in coerenza con le Sicav e Sicaf in gestione interna), al regime patrimoniale e crisi (che prevede l'assoggettamento degli Oicr all'ambito soggettivo di applicazione della disciplina di diritto comune in materia di crisi d'impresa e rendendo, di fatto, applicabile il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza di cui al d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019).

Ferme restando le modifiche apportate all'impianto definitorio e al regime della gestione esterna, lo Schema TUF interviene altresì sulle disposizioni relative all'autorizzazione all'esercizio dell'attività svolta dalle Sicaf e Sicav in gestione interna, previste dall'art. 35-bis del TUF, in modo da riformulare la disciplina affinché risulti applicabile sia alle società di neo-istituzione che decidano, sin dal relativo progetto di costituzione, di essere costituite in forma di Sicav o Sicaf in gestione interna, sia alle società per azioni già esistenti, che scelgano di trasformarsi in Sicav o Sicaf in gestione interna, previo rilascio delle dovute autorizzazioni da parte della Banca d'Italia.

A ciò si aggiunga che il nuovo art. 35-bis, co. 5-bis del TUF introduce un'importante precisazione in tema di patrimonio generale, imponendo che lo statuto individui le azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che lo compongono, indipendentemente dall'eventuale articolazione in comparti. Tale disposizione recepisce le indicazioni della Q&A dell'ESMA n. 2227/2024, secondo cui le società di investimento in gestione interna devono detenere fondi propri separati e liquidi per assicurare il rispetto dei requisiti patrimoniali nel continuo. Il successivo art. 35-bis, co. 6 del TUF estende naturalmente tale disciplina alle Sicav e Sicaf multicomparto, prevedendo che lo statuto specifichi le categorie di azioni riferibili ai singoli comparti e i criteri di ripartizione delle spese e dei proventi. È inoltre inserito un espresso rinvio alle disposizioni in materia di nullità del patto leonino di cui all'art. 2265 del Codice Civile con riferimento alle modalità di partecipazione agli utili e alle perdite della società previste in statuto e - in conformità alla disciplina societaria europea di cui alla Direttiva (UE) 2017/1132, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario - si chiarisce che le azioni di ciascun comparto rappresentano in ogni caso una frazione del capitale sociale, con riferimento all'unitarietà del capitale sociale e alla distribuzione dei dividendi.

Quanto al regime transitorio, si segnala che l'art. 14 dello Schema TUF prevede una disciplina transitoria per le Sicav e Sicaf in gestione interna autorizzate, stabilendo un termine di dodici mesi dalla pubblicazione della normativa secondaria di attuazione per l'adeguamento alle modifiche introdotte. Tale perio-

¹¹ Per maggiori approfondimenti, si veda il contributo dell'Avv. Paolo Roberto Amendola, pubblicato su [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it) in data 4 dicembre 2025 e disponibile al seguente *link*: <https://www.dirittobancario.it/art/gli-oicr-societari-in-gestione-esterna-nella-riforma-tuf/>.

¹² Si tratta di un eccesso di regolamentazione (c.d. *overregulation*) risalente al recepimento della direttiva AIFM (Direttiva 2011/61/EU), in seguito al quale è stata trascurata la differenziazione tra i due modelli.

do è volto a garantire un passaggio graduale e ordinato al nuovo quadro regolamentare, consentendo ai gestori di adeguare i propri statuti e modelli di *governance* alle innovazioni recate dalla riforma.

6. Gestori di fondi EuVECA (Fondi Europei per il Venture Capital) ed EuSEF (Fondi Europei per l'imprenditoria sociale)

Si segnala poi un intervento di allineamento della disciplina nazionale con le disposizioni dei regolamenti europei relativi ai Fondi europei per il venture capital (EuVECA) e ai Fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF), rispettivamente regolati dal Regolamento (UE) n. 345/2013 e dal Regolamento (UE) n. 346/2013. I regolamenti EuVECA ed EuSEF distinguono due categorie di gestori: a) gestori "sotto soglia" registrati ai sensi dell'art. 14 del Regolamento (UE) n. 345/2013 e dell'art. 15 del Regolamento (UE) n. 346/2013, istituiti ai sensi dell'art. 3, par. 3, della AIFMD, ma soggetti a requisiti ulteriori rispetto ai gestori "sotto soglia" ordinari, ad esempio in materia di fondi propri, governance, onorabilità e organizzazione interna; e b) gestori autorizzati ai sensi dell'art. 6 della AIFMD, ossia soggetti che operano con autorizzazione piena per la gestione di FIA.

Lo Schema TUF, modificando l'art. 4-*quinquies* del TUF, chiarisce che entrambi i tipi di gestori, indipendentemente dalla soglia, sono iscritti in un apposito registro tenuto dalla Banca d'Italia e rientrano nella categoria dei "gestori autorizzati" di cui alla nuova lettera q-bis.1) dell'art. 1, comma 1, TUF. Tale scelta è motivata dal fatto che i regolamenti EuVECA ed EuSEF prevedono requisiti di registrazione più stringenti di quelli applicabili ai gestori sotto soglia registrati ordinari, giustificando quindi la loro assimilazione, ai fini del TUF, ai gestori autorizzati veri e propri. Di conseguenza, anche i gestori registrati ai sensi dei regolamenti europei sono assoggettati ai poteri di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, secondo le rispettive competenze in materia prudenziale e di trasparenza. A tal fine, il nuovo co. 7-bis dell'art. 4-*quinquies* del TUF, introdotto dallo Schema TUF specifica che i gestori di EuVECA ed EuSEF, registrati ai sensi degli artt. 14 e 15 dei rispettivi regolamenti, possono istituire e gestire FIA italiani riservati in forma chiusa, nel rispetto delle condizioni fissate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, ai sensi del nuovo art. 35-*quaterdecies* TUF.

L'art. 13 dello Schema TUF introduce la disciplina transitoria specifica per i gestori di fondi EuVECA ed EuSEF, coordinata con quella prevista per i gestori sotto soglia registrati. La norma precisa che dopo

l'emanazione degli atti di normativa secondaria (prevista entro nove mesi dall'entrata in vigore della riforma), i gestori di EuVECA e EuSEF potranno istituire e gestire nuovi FIA e avviare o proseguire attività di commercializzazione o pre-commercializzazione esclusivamente con riguardo ai FIA EuVECA o EuSEF. Decorsi dodici mesi dalla pubblicazione dei provvedimenti attuativi, i gestori che non abbiano manifestato l'intenzione di aderire al nuovo regime dei gestori autorizzati saranno cancellati dall'albo dei gestori autorizzati e contestualmente iscritti nel registro previsto dall'art. 4-*quinquies*, co. 2, TUF, assicurando così un riallineamento completo alla nuova disciplina.

7. Casse di previdenza qualificate come "Investitori Professionali"

Lo Schema TUF interviene inoltre sulla definizione di "*clienti professionali o investitori professionali*", ampliandone l'ambito soggettivo mediante l'inclusione degli enti previdenziali privatizzati, disciplinati dai decreti legislativi 30 giugno 1994, n. 509 e 10 febbraio 1996, n. 103.

In particolare, è modificato l'art. 1, co. 2, lett. *m-undecies*) del TUF, recante la definizione dei clienti professionali di diritto. La modifica amplia la portata della precedente riforma introdotta dalla Legge Capitali, che aveva già incluso gli enti previdenziali tra le controparti qualificate, riconoscendo la natura di fatto finanziaria e gestionale di tali tipologie di enti, che amministrano in modo professionale e prudentiale le risorse raccolte per l'erogazione delle prestazioni previdenziali obbligatorie.

L'inclusione degli enti previdenziali privatizzati tra i clienti professionali di diritto dovrebbe comportare l'accesso diretto da parte degli enti a servizi e a strumenti riservati agli investitori professionali, senza dover di volta in volta procedere per il riconoscimento della qualifica di "cliente professionale su richiesta".

La riforma riconosce così la vocazione istituzionale degli enti previdenziali privatizzati, soggetti già sottoposti a vigilanza pubblica e chiamati per legge a una gestione finanziaria qualificata del proprio patrimonio, allineando l'ordinamento nazionale ai principi di razionalità e proporzionalità propri del diritto dei mercati finanziari.

8. Razionalizzazione della vigilanza

Lo Schema TUF introduce un complessivo intervento di riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza e di semplificazione dei procedimenti autorizzativi, con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi a carico degli operatori e garantire una maggiore efficienza del sistema di supervisione.

In primo luogo, si prevede una razionalizzazione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob, con attribuzione alla Banca d'Italia della competenza esclusiva in materia di requisiti di onorabilità e professionalità dei soci e degli esponenti aziendali degli intermediari (mediante modifica dell'art. 5, co. 2 e 13 co. 6 del TUF). Tale scelta è volta ad assicurare un più efficiente coordinamento normativo e operativo nell'ambito della vigilanza, sia nella fase di trasmissione e istruttoria della documentazione, sia in quella di verifica della sopravvenuta carenza dei requisiti di idoneità degli esponenti aziendali e dell'eventuale esercizio dei poteri di decadenza.

Viene inoltre aggiornato il quadro dei principi generali che orientano l'attività di vigilanza ed introdotto il principio di semplificazione amministrativa per i soggetti vigilati, demandando a Banca d'Italia e Consob il compito di individuare, mediante regolamento, i casi e le fattispecie di applicazione.

Particolarmente significativo è l'intervento di semplificazione dei procedimenti autorizzativi attraverso la rimozione di numerosi pareri preventivi obbligatori, che nella prassi avevano contribuito ad allungare in modo considerevole i tempi di conclusione delle istruttorie. In questa prospettiva, lo Schema TUF elimina, ad esempio, il parere della Banca d'Italia previsto dall'art. 28, co. 6, TUF per il rilascio, da parte della Consob, dell'autorizzazione in favore di imprese di Paesi terzi diverse dalle banche alla prestazione, su base transfrontaliera, di servizi e attività di investimento nei confronti di controparti qualificate o clienti professionali. L'intervento si giustifica in ragione del fatto che i profili prudenziali e di stabilità patrimoniale rimangono di competenza dell'Autorità del Paese d'origine, consentendo così di eliminare un passaggio istruttorio che, nella prassi, comportava lunghe sospensioni dei procedimenti¹³.

Allo stesso modo, è attribuita alla Consob la competenza esclusiva in materia di commercializzazione e

¹³ Cfr. p. 12 della Relazione Illustrativa dello Schema TUF.

pre-commercializzazione di OICVM e FIA (artt. 42, 42-bis e 44 del TUF).

9. Modifiche alla disciplina in materia di Interlocking

Lo Schema TUF interviene altresì sull'art. 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201 (c.d. decreto "Salva Italia"), recante la disciplina in materia di interlocking, volto a razionalizzare e semplificare il quadro normativo, in coerenza con i principi direttivi della Legge Capitali, con l'obiettivo di ridurre gli oneri per gli operatori e di rendere più proporzionato il divieto di cariche incrociate nei mercati bancario, finanziario e assicurativo.

La riforma limita l'operatività del divieto ai membri degli organi gestionali, di sorveglianza e ai funzionari di vertice, escludendone invece i componenti degli organi di controllo, come i sindaci o i revisori, mentre, sotto il profilo oggettivo, restringe il campo di applicazione del divieto, che ora riguarda esclusivamente le imprese tra loro concorrenti e le società capogruppo di gruppi cui appartengono imprese concorrenti.

Un'ulteriore innovazione riguarda l'introduzione di una soglia dimensionale ai fini dell'applicazione del divieto: esso opera soltanto quando almeno due delle imprese presso le quali il medesimo soggetto ricopre cariche presentano un fatturato totale, realizzato a livello nazionale, superiore a dieci volte la soglia di fatturato individuata dall'articolo 16, comma 1, della legge 10 ottobre 1990, n. 287 per la valutazione delle operazioni di concentrazione tra imprese a fini antitrust, come periodicamente aggiornata.

Infine, l'art. 8 dello Schema TUF dispone che le nuove disposizioni si applichino alle cariche assunte o rinnovate successivamente alla data di entrata in vigore del decreto, garantendo così la continuità e la certezza dei rapporti in essere.

10. Conclusioni

La riforma del TUF rappresenta un passaggio significativo nel percorso di modernizzazione del quadro normativo dei mercati dei capitali italiani.

Per gli operatori, le novità introdotte dallo Schema TUF si traducono in un'evoluzione degli adempimenti e delle modalità di interazione con le Autorità di vigilanza, in un contesto che privilegia la proporzio-

nalità e la semplificazione procedurale. Novità quali la creazione di un regime nazionale di registrazione per i gestori sotto soglia e la possibilità di costituire società di partenariato comportano un adeguamento organizzativo ma anche opportunità di maggiore flessibilità operativa e competitività.

Allo stesso tempo, il riordino dei poteri di vigilanza tra Banca d'Italia e Consob mira a una maggiore efficienza e coerenza del sistema di supervisione, riducendo oneri duplicativi e tempi autorizzativi.

Nel complesso, la riforma pone le basi per un assetto regolatorio più moderno, proporzionato e competitivo, idoneo a rafforzare la capacità del mercato dei capitali di sostenere la crescita economica del Paese e di attrarre nuovi investitori istituzionali e internazionali.

Resta tuttavia centrale la fase di attuazione della riforma, la cui efficacia concreta dipenderà tanto dall'esito dell'iter parlamentare di approvazione dello Schema di Decreto, ancora all'esame delle Commissioni, quanto dall'emanazione delle disposizioni secondarie da parte della Banca d'Italia e della Consob, chiamate a tradurre i principi di semplificazione e proporzionalità in regole operative chiare, coerenti e realmente applicabili, evitando duplicazioni e aggravii procedurali per gli operatori.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
