

ATTUALITÀ

GEFIA sotto soglia: le sfide che attendono il mercato

Dalla autorizzazione alla registrazione

2 Settembre 2026

Barbara Sancisi, Partner, Legance



Barbara Sancisi, Partner, Legance

> Barbara Sancisi

Barbara Sancisi è Partner nel dipartimento Fondi di Investimento e ha un solido background in ambito corporate M&A. Barbara Sancisi fornisce consulenza a gestori di fondi di private equity e di altri fondi di investimento alternativi, ad investitori istituzionali e ad investment advisor in relazione a numerose tematiche, tra cui formazione di fondi, operazioni sul mercato secondario, investimenti, governance, compliance, carried interest e co-investimenti, riorganizzazioni e ristrutturazioni.

La riforma che il mercato aspettava è finalmente arrivata. Il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, emanato in attuazione della Legge Capitali (l. 5 marzo 2024, n. 21), segna un cambio di paradigma: per i gestori che operano al di sotto di determinate soglie dimensionali e nel rispetto di specifici limiti operativi, il regime di autorizzazione cede il passo a un nuovo regime di registrazione. Il decreto, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 14 aprile 2026 e in vigore dal 29 aprile 2026, prevede un'applicazione differita di nove mesi, subordinata all'emanazione dei provvedimenti attuativi – tra cui le modifiche al Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, recentemente messe in consultazione.

Per cogliere la portata di questa novità occorre fare un passo indietro, al 2015: l'anno in cui l'Italia recepisce la Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (Direttiva 2011/61/UE, nota come AIFMD).

L'art. 3 della AIFMD riconosce agli Stati membri la facoltà di esonerare dall'applicazione integrale della direttiva i gestori con un portafoglio complessivo inferiore a 100 milioni di euro – soglia che sale a 500 milioni per i fondi che non ricorrono alla leva finanziaria e non consentono il rimborso per cinque anni dall'investimento iniziale. Nella concezione europea, a questi gestori si applicherebbero soltanto obblighi minimi – registrazione presso l'autorità competente, comunicazione delle strategie di investimento, informativa periodica – funzionali al monitoraggio del rischio sistemico.

L'Italia, però, sceglie una strada diversa: anziché avvalersi della facoltà di esonero, sottopone i gestori sotto soglia a requisiti organizzativi sostanzialmente analoghi a quelli previsti per i gestori sopra soglia, con semplificazioni marginali.

Una scelta accolta con più di qualche perplessità. I gestori denunciano oneri e costi di *compliance* sproporzionati rispetto alle masse gestite e alla natura prevalentemente istituzionale della propria base di investitori. Gli stessi investitori sperimentano in prima persona le difficoltà dei *first time team* nel conciliare le capacità di raccolta con l'assetto organizzativo preteso dall'autorità di vigilanza.

Il principio di proporzionalità, almeno nella sua applicazione concreta, non offre una risposta soddisfacente. In sede autorizzativa e ispettiva, le autorità di vigilanza continuano a guardare con diffidenza le strutture più snelle, dove il ricorso all'esternalizzazione è ampio.

Il risultato è sotto gli occhi di tutti: il mercato italiano non conosce la crescita che altre giurisdizioni – non solo il Lussemburgo – registrano. E nel frattempo si affermano modelli alternativi: i *club deal*, strutture di investimento societarie apprezzate da chi vuole un coinvolgimento diretto nelle scelte gestionali, e i *third party* AIFM, piattaforme di servizi regolamentati a disposizione dei promotori di nuove iniziative.

È in questo contesto che matura la riforma: un intervento volto, tra l'altro, a restituire competitività al sistema italiano nel panorama internazionale. Vediamone i contenuti.

Il nuovo regime si rivolge ai GEFIA – diversi dai gestori EuVECA ed EuSEF, su cui tornerò tra poco – che gestiscono esclusivamente FIA riservati a investitori professionali e alle categorie ammesse, con attività in gestione non superiori a 100 milioni di euro (o 500 milioni, in assenza di leva finanziaria e con un vincolo di illiquidità quinquennale). Il calcolo include l'intero perimetro di controllo – controllante, controllate e soggetti a comune controllo, anche esteri – secondo il Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013.

La procedura è snella. La domanda si trasmette a Banca d'Italia via PEC e deve indicare la tipologia e la strategia dei FIA, l'identità del depositario e le categorie di investitori destinatari. Va corredata da una relazione sull'assetto organizzativo e sui presidi antiriciclaggio, oltre che da un'attestazione del collegio sindacale sulla loro adeguatezza. Non sono prescritti requisiti organizzativi minimi, né quanto alla composizione dell'organo amministrativo, né quanto alle funzioni di controllo: il collegio sindacale assume un ruolo centrale nel validare l'assetto proposto dal gestore.

L'iscrizione nel registro avviene entro 60 giorni dalla ricezione della domanda completa; il gestore comunica l'avvio effettivo dell'attività entro i successivi 30 giorni. Dell'avvenuta iscrizione è informata anche la Consob.

Sul piano degli obblighi continuativi, i gestori registrati trasmettono a Banca d'Italia le segnalazioni statistiche e di vigilanza previste per gli OICR, comunicano tempestivamente ogni variazione delle condizioni di registrazione e inviano i regolamenti dei FIA – e le relative modifiche – entro dieci giorni dall'approvazione.

Qualora le soglie o i limiti operativi vengano superati in modo non temporaneo, il gestore è tenuto a

informare immediatamente Banca d'Italia e a presentare domanda di autorizzazione come SGR, SICAV o SICAF in gestione interna. Al rilascio dell'autorizzazione, la cancellazione dal registro e l'iscrizione nell'albo seguono automaticamente. Se la domanda non viene presentata, o l'autorizzazione non è concessa, il gestore deve rientrare nei limiti entro sei mesi; decorso inutilmente il termine, Banca d'Italia dispone la cancellazione. Resta comunque possibile, in qualsiasi momento, un *opt-in* volontario al regime autorizzato.

Fin qui le semplificazioni, che sono evidenti. Ma la riforma traccia anche confini precisi. Il primo riguarda la dimensione territoriale: l'operatività dei gestori registrati resta circoscritta all'Italia. Non essendo garantita la conformità ai requisiti della AIFMD, il passaporto europeo per la raccolta e la gestione di fondi oltre confine non è accessibile.

Il secondo confine è di natura strategica: ai gestori registrati è preclusa la raccolta e la gestione di fondi che investono in crediti, a prescindere dall'entità delle masse gestite.

Il terzo riguarda la distribuzione: la raccolta presso investitori al dettaglio è esclusa, salvo il ricorrere congiunto di due condizioni stringenti – un importo minimo di sottoscrizione pari a 500.000 euro, non frazionabile, e la dimostrazione, da parte dell'investitore, di detenere un portafoglio finanziario di almeno 5 milioni di euro.

In sintesi, per le attività a maggiore complessità – operatività transfrontaliera, distribuzione retail, investimento in crediti – il legislatore continua a esigere la piena conformità ai requisiti della AIFMD.

L'unica eccezione riguarda i gestori EuVECA ed EuSEF, su cui vale la pena soffermarsi. Si tratta di gestori sotto soglia disciplinati direttamente dalla normativa europea – il Regolamento (UE) n. 345/2013 sui fondi europei per il venture capital e il Regolamento (UE) n. 346/2013 per l'imprenditoria sociale – ai quali, a fronte di requisiti organizzativi semplificati rispetto alla AIFMD, è riconosciuto il passaporto per la commercializzazione transfrontaliera. L'obiettivo del legislatore europeo è garantire un quadro normativo uniforme in tutti gli Stati membri a sostegno di imprese ritenute strategiche per la crescita dell'economia europea: considerazioni, queste, di stringente attualità, che alimentano il dibattito sulla revisione e sul potenziamento – in particolare – del Regolamento EuVECA.

Nel nuovo assetto, i gestori EuVECA ed EuSEF vengono classificati tra i gestori “autorizzati”, pur essendo a tutti gli effetti GEFIA sotto soglia. È essenziale che il legislatore chiarisca senza ambiguità che a tali gestori saranno richiesti esclusivamente i requisiti operativi previsti dalla normativa europea, senza che vengano loro imposti gli oneri organizzativi propri dei gestori autorizzati ordinari.

La riforma, dunque, apre una finestra di opportunità. Ma sarebbe un errore considerarla un punto di arrivo: è, piuttosto, un punto di partenza che pone ciascun attore del mercato di fronte a sfide precise.

Per i gestori sotto soglia, la sfida è di credibilità. L’assenza di requisiti organizzativi minimi non è un invito alla leggerezza: al contrario, i gestori che sapranno dotarsi di un assetto organizzativo solido, proporzionato e sostenibile – pur nella libertà consentita dal nuovo regime – saranno quelli in grado di conquistare la fiducia degli investitori e di costruire track record duraturi. La semplificazione normativa, in altre parole, non deve tradursi in assenza di presidi di controllo.

Per gli investitori istituzionali, la sfida è altrettanto delicata e, per certi versi, speculare. Il rischio è quello di replicare per via contrattuale ciò che il legislatore ha scelto di non imporre per via regolamentare: pretendere dai gestori registrati un assetto organizzativo sostanzialmente allineato ai requisiti della AIFMD vanificherebbe la ratio della riforma, riproducendo quegli stessi oneri che hanno frenato la crescita del mercato.

Infine, una sfida non meno rilevante attende le autorità di vigilanza. I gestori registrati escono dal perimetro della vigilanza, vi rimarranno, invece, i gestori che sceglieranno l’*opt-in* volontario al regime autorizzato (ad esempio, quelli attivi nel settore del credito) e, come si è detto, i gestori EuVECA ed EuSEF. La proporzionalità, questa volta, dovrà funzionare davvero – non come principio astratto, ma come criterio operativo di vigilanza.

Il successo della riforma si misurerà, in definitiva, sulla capacità di tutti gli attori coinvolti di cogliere lo spirito del nuovo regime: meno vincoli, più responsabilità.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
