

ARTICOLI

La riforma della gestione collettiva del risparmio

FILIPPO ANNUNZIATA

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università Bocconi

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

La riforma della gestione collettiva del risparmio

FILIPPO ANNUNZIATA

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università Bocconi

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il quadro della delega. - 3. Le nuove categorie soggettive. - 4. La nuova disciplina della Sgr. - 5. La società di partenariato. - 6. I GEFIA sotto soglia registrati. - 7. Il rafforzamento della separazione patrimoniale. - 8. Le ulteriori modifiche alla disciplina delle Sicav e Sicaf. - 9. L'oggetto dell'investimento degli OICR. - 10. Il riparto di competenze fra Banca d'Italia e Consob. - 11. La gestione delle crisi. - 12. Le disposizioni transitorie. - 13. Il d.lgs. n. 39/2026 di recepimento della direttiva AIFMD II. - 14. Valutazioni conclusive.

1. Premessa

La riforma della gestione collettiva del risparmio nel "nuovo TUF", approvata nella sua versione definitiva il 25 marzo 2026, dà attuazione alla delega conferita al Governo dalla legge 5 marzo 2024, n. 21, comunemente nota come legge capitali. Essa è integrata dal d.lgs. 13 marzo 2026, n. 39, di recepimento della direttiva (UE) 2024/927 cosiddetta AIFMD II-UCITS VI. Pur incidendo sull'intero impianto del Testo Unico della Finanza, la riforma concentra le sue novità più strutturali proprio sul versante della gestione collettiva. In tale ambito essa introduce nuove figure soggettive, razionalizza il sistema degli albi e dei registri, rafforza il regime di separazione patrimoniale e ridefinisce i confini delle competenze di vigilanza fra Banca d'Italia e Consob.

2. Il quadro della delega

L'art. 19 della legge n. 21/2024 ha conferito al Governo una delega di insolita ampiezza. Essa si articola attorno a quattro direttrici principali: il sostegno all'accesso delle imprese al capitale di rischio; la semplificazione della disciplina di emittenti e intermediari; il finanziamento integrato delle imprese in tutte le fasi del loro ciclo di vita, con particolare attenzione al private equity e al venture capital; il rafforzamento dell'at-

trattività internazionale del sistema. Sul piano dei principi direttivi, tali direttrici si traducono in indicazioni puntuali. Vi figurano la razionalizzazione del coordinamento del TUF con il TUB, il Codice delle Assicurazioni e le altre fonti correlate, la riduzione del gold-plating mediante eliminazione degli obblighi non imposti dal diritto dell'Unione, la codificazione esplicita del principio di proporzionalità nella vigilanza, la ridefinizione delle competenze fra Banca d'Italia e Consob e, infine, il riconoscimento dello sviluppo sostenibile fra i principi-guida che le Autorità sono tenute a osservare nell'esercizio dei poteri regolamentari.

3. Le nuove categorie soggettive

Il primo asse portante della riforma è la ristrutturazione del sistema dei soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione collettiva. La rielaborazione dell'art. 1 TUF possiede valore propriamente sistematico. La Sicav viene declinata in tre varianti, corrispondenti rispettivamente alla gestione interna, alla gestione interna autorizzata e alla gestione esterna. La Sicaf si articola in quattro figure, con l'aggiunta della variante sotto soglia registrata. Alle figure tradizionali si affianca poi la nuova società di partenariato, parimenti declinata in quattro varianti analoghe a quelle della Sicaf. Quanto alla società di gestione del risparmio, la riforma distingue ora tra Sgr autorizzata, iscritta nell'albo dell'art. 35 TUF, e Sgr sotto soglia registrata, iscritta nel registro di cui all'art. 35-quaterdecies TUF. La portata sistematica di tale rielaborazione si coglie nell'introduzione di due categorie omnicomprensive che attraversano in senso trasversale l'intera disciplina. La prima è quella del gestore autorizzato, che racchiude la Sgr autorizzata, la Sicav e la Sicaf in gestione interna autorizzata, la società di partenariato in gestione interna autorizzata, il gestore di ELTIF, il gestore di FCM e i gestori di EuVECA ed EuSEF italiani. La seconda è quella del GEFIA sotto soglia registrato, che comprende la Sgr, la Sicaf e la società di partenariato sotto soglia registrate, soggette a un regime nettamente più snello fondato sulla mera registrazione. Si segnala, infine, che per la prima volta viene codificata nel TUF la definizione di private equity e di venture capital, scelta non meramente descrittiva ma sistematica, in quanto delimita l'oggetto esclusivo della società di partenariato.

4. La nuova disciplina della Sgr

La disciplina della società di gestione del risparmio è ampiamente rivisitata, sia sul piano definitorio sia su quello operativo. Le Sgr iscritte nell'albo della Banca d'Italia assumono la nuova denominazione di Sgr autorizzate, in modo da distinguerle dalle Sgr sotto soglia registrate. L'art. 33, comma 2, TUF amplia in misura significativa il catalogo delle attività esercitabili, che ricomprende ora i prodotti pensionistici individuali paneuropei, la commercializzazione di quote o azioni di OICR in generale (e non più soltanto di quelli gestiti dalla stessa Sgr) e il servizio di ricezione e trasmissione ordini, ai sensi dell'art. 33, comma 4, TUF come modificato dall'art. 3, comma 1, lett. c), n. 5, del d.lgs. 47/2026. Tale servizio è ora esteso anche ai gestori di OICR di tipo UCITS, laddove in precedenza era riservato ai soli gestori di OICR alternativi. Sul versante della vigilanza, alla Banca d'Italia è attribuita la competenza esclusiva sulla valutazione dei

requisiti dell'art. 13 TUF, in quanto attinenti alla sana e prudente gestione. Ne consegue la soppressione di numerosi pareri Consob in procedimenti rimasti di competenza esclusiva della Banca centrale, fra i quali spiccano l'autorizzazione di cui all'art. 34 TUF e la nomina del depositario di cui all'art. 26 TUF. A tale razionalizzazione si accompagna l'introduzione, nel nuovo art. 3-bis TUF, dell'istituto del ruling preventivo: strumento di certezza del diritto da tempo invocato dalla prassi, idoneo a ridurre tanto i costi di compliance quanto il rischio regolatorio.

5. La società di partenariato

Fra le innovazioni della riforma, quella più strutturalmente nuova è senza dubbio l'introduzione della società di partenariato. Si tratta di una figura giuridica del tutto inedita nell'ordinamento italiano, ispirata alla limited partnership di tradizione anglosassone e all'omologa francese société de libre partenariat. Definita dall'art. 1, comma 1, lett. i-quater.1) TUF, essa è un OICR chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni, 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 struttura risponde alla logica del partenariato anglosassone, fondata sulla distinzione fra accomandatari, corrispondenti ai general partners, e accomandanti, corrispondenti ai limited partners. Sul piano soggettivo, la società di partenariato è classificata come FIA italiano riservato ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. m-quater) TUF. La partecipazione spetta dunque agli investitori professionali, ferma la possibilità di accesso per gli investitori non professionali muniti di un portafoglio finanziario non inferiore a cinque milioni di euro e disposti a un investimento minimo di cinquecentomila euro. Sul piano operativo, essa può configurarsi in quattro varianti: gestione interna autorizzata; gestione interna sotto soglia registrata; gestione esterna affidata a una Sgr autorizzata o a un gestore EuVECA o EuSEF; gestione esterna affidata a un GEFIA stabilito in altro Stato membro.

La disciplina della società di partenariato in gestione interna autorizzata è dettata dal nuovo art. 35-novies.1 TUF. La norma ne subordina l'autorizzazione al ricorrere di condizioni puntuali, fra le quali la forma di società in accomandita per azioni dotata di collegio sindacale, la sede nel territorio della Repubblica, un capitale sociale almeno pari a quello previsto dall'art. 2327 c.c., l'idoneità degli esponenti ai sensi dell'art. 13 TUF e l'adozione di uno statuto a oggetto esclusivo. Le società così autorizzate sono iscritte in apposito albo previsto dall'art. 35-novies.2 TUF. Specularmente, il nuovo art. 38-bis TUF disciplina la società di partenariato in gestione esterna. Esso prevede al comma 6 che, in caso di scioglimento del contratto o di liquidazione del gestore esterno, la mancata sostituzione entro due mesi determini lo scioglimento della società stessa, a tutela della continuità della gestione. Alla società di partenariato si accompagna una serie significativa di deroghe alle norme codicistiche. Non si applicano le disposizioni sulla costituzione per pubblica sottoscrizione di cui agli artt. 2333-2336 c.c., quelle sulla conversione di obbligazioni in azioni di cui all'art. 2453 c.c. e quelle sulle modificazioni dell'atto costitutivo di cui all'art. 2460 c.c. Il diritto di recesso è limitato a cause tassa-

tive in deroga all'art. 2437 c.c. Non si applicano, infine, le norme sui patrimoni destinati a specifici affari di cui agli artt. 2447-bis ss. c.c. Si tratta di un complesso di scelte che plasma la società di partenariato come strumento autenticamente nuovo, distinto tanto dalla società in accomandita per azioni di diritto comune quanto dalle altre figure dell'ordinamento finanziario.

6. I GEFIA sotto soglia registrati

Altrettanto significativa è l'introduzione del regime dei GEFIA sotto soglia registrati. Esso sostituisce e razionalizza il preesistente regime dei gestori sotto soglia di cui all'art. 35-undecies TUF, abrogato dalla riforma, e quello delle Società di Investimento Semplice, parimenti soppresso. La disciplina nazionale viene così allineata all'art. 3, par. 2, della direttiva 2011/61/UE, eliminando un caso plateale di gold-plating. Il legislatore, tuttavia, è andato ben oltre quanto strettamente necessario, avendo disegnato per i GEFIA registrati riservati a investitori professionali un regime di vigilanza estremamente semplificato. Le condizioni di accesso sono fissate dall'art. 35-quaterdecies, comma 1, lett. e) TUF. Il valore totale delle attività dei FIA gestiti non deve superare cento milioni di euro, soglia elevata a cinquecento milioni qualora i FIA gestiti non facciano ricorso alla leva finanziaria e non sia consentito agli investitori l'esercizio del diritto di rimborso per cinque anni. Ai fini del calcolo si tiene conto anche dei FIA gestiti dalla società controllante e dai soggetti da questa controllati o sotto comune controllo, in una previsione antiaggiramento volta a impedire la frammentazione artificiale dell'attività. I GEFIA sotto soglia registrati non rientrano fra i soggetti abilitati di cui all'art. 1, comma 1, lett. r) TUF e sono assoggettati ai poteri tassativamente individuati dagli artt. 35-septiesdecies e 35-sexiesdecies TUF, in linea con l'art. 25 della direttiva 2011/61/UE. L'assetto è coerente con la limitata rilevanza sistemica di tali gestori e con il principio di proporzionalità, ed esclude la vigilanza prudenziale e di condotta a livello individuale. Si tratta di una scelta deliberata, volta a ridurre i costi di ingresso e a favorire lo sviluppo di nuovi operatori. A fronte della minore intensità della vigilanza, il legislatore ha però imposto ai GEFIA registrati limiti operativi non trascurabili: il divieto di istituire strutture master-feeder, l'impossibilità per i gestori autorizzati di delegare loro la gestione del portafoglio o dei rischi ai sensi dell'art. 35-duodecies TUF, oltre a obblighi di disclosure rafforzati.

7. Il rafforzamento della separazione patrimoniale

Il tema della separazione patrimoniale costituisce uno degli assi portanti della disciplina degli organismi di investimento collettivo, e proprio su di esso la riforma è intervenuta in modo particolarmente incisivo. L'obiettivo perseguito è duplice: superare le incertezze interpretative che animavano il dibattito dottrinale e giurisprudenziale, ed estendere in modo uniforme il regime a tutte le forme organizzative attraverso le quali è consentita la prestazione del servizio. La nuova formulazione dell'art. 36, comma 4, TUF riferisce esplicitamente la separazione anche ai comparti del medesimo fondo, eliminando ogni dubbio sulla loro piena autonomia patrimoniale. Essa circoscrive, inoltre, la responsabilità della Sgr alle obbligazioni relative alla gestione del fondo o del

singolo comparto, formulazione tale da ricomprendere espressamente le obbligazioni di natura tributaria e quelle extracontrattuali. L'inaammissibilità delle azioni dei creditori è estesa non solo alla Sgr e al depositario ma anche agli altri comparti, escludendo qualsiasi forma di contagio patrimoniale. Per le Sicav e Sicaf in gestione interna, i nuovi commi 6-ter e 6-quater dell'art. 35-bis TUF dettano una disciplina specifica e rafforzata. Ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo distinto a tutti gli effetti dal patrimonio generale e dagli altri comparti. La società risponde delle obbligazioni relative alla gestione del singolo comparto, incluse quelle tributarie, esclusivamente con il patrimonio del comparto stesso, in linea con quanto disposto dall'art. 21, par. 12, AIFMD e dall'art. 22 UCITS. Per le Sicav e Sicaf in gestione esterna, l'art. 38, commi 3 e 3-bis, TUF introduce un regime analogo. Sotto il profilo dogmatico, le innovazioni si innestano nel mai sopito dibattito sulla natura giuridica del fondo comune, segnato dal leading case di Cass., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, confermato da Cass., Sez. I, n. 12062/2019 e da Cass. n. 4741/2023, secondo cui il fondo è patrimonio separato della Sgr. La riforma non risolve esplicitamente la questione della soggettività, lasciandola affidata all'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale. Tuttavia, attribuendo al patrimonio del fondo le obbligazioni gestorie, incluse quelle tributarie, in deroga al principio dell'art. 2740 c.c., essa rafforza in misura significativa l'autonomia del fondo. Il regime ne risulta avvicinato a quello degli OICR societari dotati di personalità giuridica, a privilegio della tutela sostanziale degli investitori sulla coerenza con le categorie civilistiche tradizionali.

8. Le ulteriori modifiche alla disciplina delle Sicav e Sicaf

La riforma interviene altresì sulla disciplina delle Sicav e delle Sicaf, adeguandola alla nuova architettura della gestione collettiva. Centrale è la distinzione fra gestione interna ed esterna. Alle Sicav e Sicaf in gestione interna autorizzate è richiesta una struttura organizzativa adeguata, dotata di sistema di controllo interno e di risorse umane e tecniche sufficienti per esercitare autonomamente l'attività. Quelle in gestione esterna, invece, delegano l'attività gestoria a un soggetto esterno e si configurano come fondi senza gestore proprio. Gli artt. 35-quater e 35-quinquies TUF dettano regole più flessibili in materia di capitale e azioni e introducono la nozione di patrimonio generale, ossia il complesso di beni e rapporti facenti capo alla società e non imputati ai singoli comparti, preordinato allo svolgimento delle attività societarie nel loro complesso. Per le Sicav in gestione interna, il rimborso delle azioni a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale è autorizzato dalla Banca d'Italia. Per le Sicaf in gestione interna con comparti, non si applica l'art. 2438 c.c. limitatamente alle azioni di comparto. Per le Sicav con comparti è espressamente ammessa la distribuzione di proventi del singolo comparto anche in assenza di utili complessivi, previa asseverazione del revisore. Per le Sicav e Sicaf in gestione esterna, infine, l'art. 38, comma 5, TUF, in attuazione dell'art. 8 AIFMD, addossa al gestore esterno la responsabilità del rispetto dei doveri previsti dalla normativa anche nei confronti delle Autorità di vigilanza.

9. L'oggetto dell'investimento degli OICR

Una disciplina più organica è dettata dal nuovo art. 39-bis TUF in materia di oggetto dell'investimento, in sostituzione del previgente rinvio contenuto nell'art. 1, comma 1, lett. k) TUF. La norma elenca analiticamente le categorie di beni in cui può essere investito il patrimonio dell'OICR. Vi rientrano gli strumenti finanziari negoziati e non negoziati, i depositi bancari di denaro, i beni immobili e i diritti reali immobiliari (ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori), le partecipazioni in società immobiliari, le parti di altri FIA immobiliari anche esteri, i crediti e i titoli rappresentativi di crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR nella forma del cosiddetto direct lending e disciplinati dagli artt. 46-bis ss. TUF come modificati dal d.lgs. 39/2026. Chiude il catalogo, in via residuale, una categoria riferita ad altri beni dotati di mercato e di valore determinabile con periodicità almeno semestrale. La nuova formulazione consente di individuare con maggiore precisione il perimetro degli investimenti ammissibili per ciascuna tipologia di OICR.

10. Il riparto di competenze fra Banca d'Italia e Consob

La razionalizzazione del riparto di competenze fra Banca d'Italia e Consob in materia di gestione collettiva costituisce uno degli aspetti di maggior rilievo strutturale della riforma. Alla Banca d'Italia sono attribuite, in via esclusiva, la valutazione dei requisiti dell'art. 13 TUF, l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva da parte delle Sgr (art. 34 TUF), delle Sicav e Sicaf in gestione interna (art. 35-bis TUF) e delle società di partenariato in gestione interna (art. 35-novies.1 TUF), nonché la nomina e la revoca del depositario (art. 26 TUF), prima di competenza Consob. Spettano altresì alla Banca d'Italia la gestione del registro dei GEFIA sotto soglia e la vigilanza sul rischio sistemico riconducibile alla loro attività. Alla Consob spetta, simmetricamente, la competenza esclusiva sulla commercializzazione degli OICVM nell'Unione europea ai sensi degli artt. 40 ss. TUF, in coerenza con il suo ruolo di NCA per i profili di commercializzazione previsti dalle direttive UCITS e AIFMD. Restano ferme, accanto a queste, le competenze proprie in materia di tutela degli investitori, di comunicazione al pubblico e di condotta dei gestori nei confronti della clientela. A questa rinnovata simmetria di competenze si aggiunge l'istituto del ruling preventivo introdotto dall'art. 3-bis TUF, che risponde a un'esigenza concreta di certezza del diritto e completa il disegno di una vigilanza più efficiente e dialogante con i soggetti regolati.

11. La gestione delle crisi

Sul versante della gestione delle crisi degli intermediari, la riforma disegna un sistema differenziato in funzione della tipologia e della rilevanza sistemica del soggetto. Le Sgr autorizzate, le Sicav, le Sicaf e le società di partenariato autogestite restano assoggettate al quadro completo della crisi degli intermediari finanziari, comprensivo dell'amministrazione straordinaria di cui all'art. 56 TUF e della liquidazione coatta amministrativa di cui all'art. 57 TUF. Il nuovo art. 35-terdecies TUF disciplina la revoca dell'autorizzazione, che costituisce causa di scioglimento della società e impone la liquidazione o ces-

sione degli OICR gestiti entro sessanta giorni dalla comunicazione del provvedimento. Gli OICR societari in gestione esterna sono invece esclusi dall'amministrazione straordinaria e dalla liquidazione coatta. Tale scelta è coerente con il principio per cui la responsabilità gestoria, e con essa la rilevanza ai fini della vigilanza prudenziale, ricade sul gestore esterno, mentre la società veicolo è essenzialmente un contenitore degli asset degli investitori. Anche i GEFIA sotto soglia registrati sono esclusi da entrambe le procedure: la loro eventuale crisi è disciplinata dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza di cui al d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, mentre il nuovo art. 57-quater TUF ne regola le specifiche modalità applicative. Riveste poi rilievo non secondario la previsione che consente al gestore autorizzato di accedere agli strumenti del Codice, dalla composizione negoziata al piano attestato di risanamento, per conto del FIA gestito, valorizzando in tal modo le tecniche di prevenzione della crisi nell'interesse dei partecipanti al fondo.

12. Le disposizioni transitorie

L'entrata in vigore della riforma è scaglionata. Il decreto entra in vigore decorsi quindici giorni dalla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale. Le modifiche alla Parte II del TUF, vale a dire quelle relative agli intermediari e alla gestione collettiva, si applicano a partire da nove mesi dopo: termine necessario per consentire alle Autorità di emanare la normativa regolamentare di dettaglio e ai soggetti vigilati di adeguare strutture e procedure. I gestori già operanti nel regime previgente di cui all'art. 35-undecies TUF e le Società di Investimento Semplice dispongono di dodici mesi dall'adozione della normativa secondaria per scegliere fra il regime dei gestori autorizzati e quello dei GEFIA sotto soglia registrati. Si tratta di una flessibilità che riconosce alla pluralità degli operatori la possibilità di individuare l'assetto più aderente alla propria dimensione e strategia. I gestori già iscritti nell'albo che operano esclusivamente come EuVECA o EuSEF saranno cancellati d'ufficio e iscritti nel nuovo registro dedicato, parimenti dopo dodici mesi. A integrare la fase di transizione, le Autorità realizzano archivi informativi delle disposizioni e degli orientamenti, accessibili al pubblico con collegamento alle fonti normative europee.

13. Il d.lgs. n. 39/2026 di recepimento della direttiva AIFMD II

Il quadro normativo della gestione collettiva risultante dalla riforma del TUF deve essere completato con la lettura del d.lgs. 13 marzo 2026, n. 39, di recepimento della direttiva (UE) 2024/927 cosiddetta AIFMD II o UCITS VI. Il decreto interviene su profili di significativa rilevanza operativa: gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni di vigilanza, la fornitura dei servizi di depositario e, soprattutto, la concessione di prestiti da parte di FIA. Sotto quest'ultimo profilo, il decreto introduce nell'art. 46-bis TUF un nuovo comma 01 che reca le definizioni rilevanti. Sono definiti l'investimento in crediti, il FIA di credito (ossia il FIA con strategia di investimento principalmente in crediti, ovvero che detiene crediti per valore nozionale almeno pari al cinquanta per cento del proprio NAV) e il prestito di azionista (ossia il finanziamento concesso dal FIA a un'impresa nella quale detiene almeno il cinque per cento del capitale, ammesso anche per i GEFIA sotto soglia registrati in deroga al divieto generale di

investimento in crediti). Sono inoltre introdotti divieti specifici per i FIA di credito. È vietata la costituzione di FIA con strategia originate-to-distribute. In caso di cessione parziale dei crediti, il FIA deve mantenere nel proprio portafoglio almeno il cinque per cento del valore nozionale ceduto. Riveste particolare rilievo, infine, la possibilità di istituire FIA di credito italiani in forma aperta, in deroga al principio generale, a condizione che il gestore dimostri alla Banca d'Italia la coerenza del sistema di gestione della liquidità con la strategia di investimento.

Sul fronte della delega, il nuovo comma 4-bis dell'art. 33 TUF chiarisce che la commercializzazione delle quote o azioni degli OICR svolta da uno o più distributori non integra delega quando avvenga in conformità alle norme di recepimento della direttiva MiFID II o attraverso prodotti conformi alla direttiva IDD. La previsione elimina un'incertezza interpretativa di lunga data. Il catalogo delle attività esercitabili dalle Sgr viene a sua volta ampliato fino a ricomprendere l'amministrazione di indici di riferimento, la gestione di crediti verso i FIA gestiti, i servizi alle società veicolo per la cartolarizzazione e l'attività di white-labelling. Sul versante della liquidità, il nuovo n. 1-bis dell'art. 6, comma 1, lett. c), TUF attribuisce alla Banca d'Italia il potere regolamentare in materia di gestione del rischio di liquidità, inclusi i liquidity management tools quali gate, side pockets, swing pricing e anti-dilution levy. Si tratta dell'attuazione del primo quadro armonizzato europeo introdotto dalla direttiva 2024/927. Significativa è altresì l'introduzione del passaporto del depositario per i FIA ai sensi dei nuovi commi dell'art. 47 TUF.

14. Valutazioni conclusive

Considerata nel suo insieme, la riforma merita un giudizio complessivamente positivo. Sul piano sistematico, la creazione delle nuove categorie del gestore autorizzato e del GEFIA sotto soglia registrato, unitamente alla netta distinzione fra OICR in gestione interna e in gestione esterna, supera incertezze e zone grigie del previgente assetto. Sul piano sostanziale, l'introduzione della società di partenariato colma un vuoto normativo che a lungo aveva penalizzato il mercato italiano rispetto alle piazze anglosassone e lussemburghese. Altrettanto significativo è il rafforzamento del regime di separazione patrimoniale: estendendo la separazione ai comparti e includendo le obbligazioni tributarie nel perimetro di responsabilità del fondo, esso contribuisce in misura rilevante alla certezza del diritto. Il d.lgs. 39/2026 completa il quadro con la disciplina organica dei FIA di credito, l'introduzione del passaporto del depositario, l'aggiornamento degli strumenti di gestione della liquidità e la chiarificazione della natura non delegatoria della distribuzione. Anche la razionalizzazione del riparto fra Banca d'Italia e Consob ha un impatto diretto sulla competitività del mercato italiano, riducendo tempi di risposta e costi di compliance.

Non mancano, accanto agli aspetti positivi, profili meritevoli di un'attenzione critica. Il regime dei GEFIA sotto soglia registrati, pur encomiabile nella sua ispirazione di proporzionalità, lascia aperti interrogativi sulla tutela degli investitori non professionali ai quali è consentito l'accesso. Le soglie di ammissione, fissate in cinquecentomila euro di investimento minimo e cinque milioni di portafoglio, non garantiscono di per sé un

livello di sofisticazione finanziaria adeguato a sopportare un rischio regolatorio di tale portata. Un profilo ulteriore è dato dalla complessità del quadro definitorio risultante dalla riforma, atteso che il proliferare di sottocategorie richiede un significativo sforzo di orientamento. Resta, inoltre, (volutamente) non definita la questione della soggettività giuridica del fondo. Va segnalato, infine, il mancato coordinamento con il diritto tributario: molte delle innovazioni introdotte hanno implicazioni fiscali rilevanti, che andranno definite con precisione perché la riforma possa dispiegare appieno i propri effetti. Il giudizio finale è dunque quello di un intervento coraggioso e necessario. Il suo successo dipenderà anche dalla qualità della normativa secondaria, dalla chiarezza interpretativa delle Autorità e dalla disponibilità degli investitori istituzionali ad allocare quote crescenti del proprio portafoglio verso veicoli di diritto italiano. Resta, in ogni caso, la convinzione che il decreto del 2026 costituisca un passo significativo nella direzione giusta, le cui piene potenzialità potranno essere apprezzate solo nel medio periodo.