

ARTICOLI

Gli intermediari “sotto soglia”

CONCETTA BRESCIA MORRA

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Roma Tre

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.

Gli intermediari “sotto soglia”

CONCETTA BRESCIA MORRA

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Roma Tre

Nell'ottica di semplificazione della disciplina, la riforma del TUF ha previsto una nuova disciplina dei gestori di patrimoni di dimensioni contenute e destinati a investitori professionali, o che effettuano ingenti investimenti. Questi intermediari sono definiti “sotto soglia”. Si tratta di una deregolamentazione in senso proprio perché il legislatore ha preceduto ad alleggerire in maniera radicale gli oneri di vigilanza per gli operatori laddove questi ultimi non fossero pienamente giustificati da ragioni di tutela della clientela.

Le nuove regole si applicano ad un perimetro molto ristretto di soggetti avendo riguardo sia agli attivi dell'operatore sia alle caratteristiche degli investitori. Dal punto di vista degli operatori, si tratta dei gestori di FIA (Fondi di Investimento Alternativi) riservati con attivi fino a 100 milioni di euro oppure a 500 milioni di euro se non fanno ricorso alla leva e non consentono rimborsi prima di 5 anni. Dal punto di vista degli investitori, si deve trattare di investitori professionali oppure di investitori non professionali che investono almeno 500 mila euro e dispongano di un portafoglio finanziario non inferiore a 5 milioni di euro, oppure ancora di componenti dell'organo di amministrazione e del personale del gestore.

I FIA chiusi riservati a cui accedevano investitori professionali o non professionali che investono almeno 500 mila euro oppure 100 mila euro nell'ambito del servizio di gestione di patrimoni o di consulenza, oppure componenti dell'organo di amministrazione e personale del gestore godevano già di una disciplina “più leggera” di quella prevista per i fondi aperti. Peraltro, fino ad ora per questi soggetti l'impianto e le finalità della disciplina erano gli stessi di quelli previsti per tutti gli altri fondi: regime di autorizzazione per l'accesso al mercato con requisiti simili a quelli delle banche (requisiti minimi iniziali di capitale, requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali, idoneità dei soci, idoneità della struttura di gruppo e programma di attività e relazione sulla struttura organizzativa), obblighi informativi in occasione del superamento non temporaneo delle soglie o estensione delle attività, segnalazioni statistiche, assunzione di

partecipazioni, fusioni e scissioni, bilanci e rendiconti, modifiche esponenti e soci.

Le finalità della vigilanza erano le stesse previste per tutti gli intermediari sottoposti a vigilanza in senso proprio, ossia la salvaguardia della fiducia nel buon funzionamento del sistema finanziario, la tutela degli investitori, la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario, la competitività del sistema finanziario e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. In questo contesto, le autorità di vigilanza avevano non solo tutti i poteri regolamentari, informativi, di intervento, ispettivi e sanzionatori, tipici della vigilanza prudenziale affidata alla Banca d'Italia, ma anche quelli volti alla verifica del rispetto dei principi di trasparenza e correttezza nei confronti degli investitori, tipici della vigilanza di trasparenza affidata alla Consob.

Oggi il legislatore cambia radicalmente l'impianto dei controlli pubblici per questi intermediari prevedendo un regime di semplice registrazione in vece dell'autorizzazione e sancendo un sistema di controlli pubblici che si limita alla verifica del mantenimento dei requisiti di registrazione e alla supervisione del rispetto delle norme antiriciclaggio. Rimane in capo alla Banca d'Italia il potere di "monitorare" i rischi sistemici. Vengono meno anche le norme speciali sulla gestione della crisi, che prevedevano la liquidazione coatta amministrativa del fondo. Da oggi si applicano presupposti, procedure e strumenti di gestione della crisi di impresa come sanciti dalle ordinarie leggi fallimentari. La Banca d'Italia non gioca più alcun ruolo nella gestione della crisi.

Ci sembra interessante notare che il legislatore ha cambiato in maniera sostanziale il regime di vigilanza, limitandosi ad alzare l'asticella di accesso degli investitori: non è più sufficiente investire almeno 500 mila euro, ma bisogna avere anche un portafoglio finanziario non inferiore a 5 milioni di euro. Il cambio di regime viene giustificato quindi in funzione della ricchezza finanziaria dell'investitore, quando non professionale. Il discrimine non è rappresentato più dalla consapevolezza dei rischi assunti (si distingueva in passato fra investitore "consapevole" e investitore "inconsapevole", tendenzialmente il primo che teneva il suo gruzzoletto su un conto bancario e il secondo che si arrischiava ad investire nel mercato dei capitali). La misura della ricchezza investita nei mercati finanziari dimostra di per sé una esperienza che rende superfluo l'apparato di regole di protezione, soprattutto in punto di trasparenza e correttezza. Insomma, chi investe in questo tipo di fondi si muove sulle sue gambe e conta solo su stesso.

Più difficile da comprendere la cancellazione del regime di vigilanza prudenziale considerato che la differenza più rilevante in termini di perimetro di applicazione delle nuove regole riguarda la ricchezza finanziaria dell'investitore. In realtà, se si considera che il legislatore aveva l'opzione di applicare un mero regime di registrazione già nel 2015 in occasione del recepimento della AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*)⁰¹, si comprende che la previsione di un regime di vigilanza prudenziale all'epoca era

⁰¹ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento e del Consiglio dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi.

stato il frutto di una scelta molto prudente. Dopo anni di esperienza, le autorità di vigilanza riconoscono che i rischi per la stabilità finanziaria, che giustificano un regime di vigilanza in senso proprio appaiono improbabili o di impatto minimo a livello individuale e pertanto solo per casi particolari derivanti da potenziali fenomeni di interconnessione tra gli intermediari appare opportuno conservare nelle mani della Banca d'Italia il potere di adottare misure restrittive a presidio del rischio sistemico⁰². Anche oggi le autorità si riservano di tornare indietro su questa scelta nel caso si verificassero problemi. Viene ricordato in proposito dalle autorità il caso delle società finanziarie di piccole dimensioni e operanti in settori non problematici per le quali nel 1991 era previsto l'iscrizione in un registro a cui non conseguiva un regime di vigilanza. Molti anni dopo le autorità hanno chiesto al Parlamento di modificare il t.u. bancario (d.lgs. 385 del 1993) per sottoporre tutte le società finanziarie a un regime di vigilanza in senso proprio, anche se sottoposto a regole proporzionali ai rischi assunti e alle possibili conseguenze negative sui mercati finanziari derivanti da difficoltà o fallimenti di questo tipo di intermediari. In realtà, ci sembra che il caso dei gestori sotto-soglia sia un caso particolare in cui appaiono davvero improbabili ripercussioni sui mercati finanziari derivanti dalla cattiva gestione e, quindi, dalla crisi di questi intermediari. I fondi comuni sono caratterizzati da un'autonomia patrimoniale che rende tecnicamente impossibile il default. Come si dice negli ordinamenti anglosassoni sono i fondi sono "*bankruptcy free*". Gli investitori possono perdere i loro soldi, ma non si può verificare né un caso di corsa al ritiro dell'investimento (trattandosi di fondi chiusi), né di contagio di altri operatori a meno di immaginare un massiccio investimento delle banche commerciali in questi fondi.

Nonostante l'importante novità normativa, ci sembra che il possibile impatto della riforma sia limitato. Alla fine del 2024 i gestori di fondi alternativi (GEFIA) sotto soglia erano 76 e rappresentavano il 46% del totale dei Gefia. Il patrimonio gestito complessivo ammontava, sempre alla fine del 2024, a 4,2 miliardi di euro, con una media di circa 70 milioni di euro per gestore, ben al di sotto del limite massimo di 500 milioni consentito in assenza di leva finanziaria⁰³. La gran parte di questi fondi operano prevalentemente nei comparti del *private equity* e del *venture capital*, ossia proprio nei settori che la riforma intende far crescere per colmare il deficit da innovazione che caratterizza le economie europee, ma in misura molto ampia proprio l'Italia, come sottolinea il rapporto Draghi

⁰² G. Siani, *Audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia davanti alle Commissioni riunite II e VI della Camera dei Deputati e 2° e 6° del Senato della Repubblica*, sullo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento, Roma 26 novembre 2025.

⁰³ Dati tratti da Siani, cfr. nota 1.

realizzato su impulso della Commissione europea⁰⁴.

Il rapporto evidenzia che il deficit di innovazione, soprattutto in rapporto ai mercati finanziari anglosassoni non sembra spiegabile in termini di mancanza di risparmio. Infatti ogni anno circa 300 miliardi di euro di risparmi degli europei vengono investiti al di fuori dell'Unione europea⁰⁵. Certamente, il sistema banco-centrico che caratterizza la gran parte dei sistemi finanziari europei gioca un ruolo nel mancato finanziamento delle imprese innovative. A quest'ultimo fine sono più adatti investitori istituzionali che privilegiano investimenti a lungo termine, illiquidi, e ad alto rischio. Questo è ciò che è avvenuto nel mercato statunitense, in cui la crescita esponenziale, specie negli ultimi anni dei titoli di imprese tecnologiche o che stanno sviluppando l'intelligenza artificiale non è stata finanziata dalle banche, ma da fondi di *private equity*.

La riforma del Tuf fa fare sicuramente un passo avanti nel finanziamento del *venture capital* e del *private equity*. Viene introdotta una definizione precisa di entrambe le attività e viene alleggerito in maniera importante, come abbiamo visto, il regime di intermediari sotto soglia che possano fungere da volano per queste attività. La riforma, peraltro, andrebbe accompagnata con misure fiscali adeguate e con altri interventi volti a favorire la crescita degli investitori istituzionali dedicati a questo comparto anche oltre i limiti stringenti previsti da questa riforma.

⁰⁴ *The Draghi Report on EU Competitiveness*, presentato al Parlamento europeo il 16 settembre 2025, *The Draghi report on EU competitiveness*

⁰⁵ P. Angelini, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, 30 gennaio 2026, Banca d'Italia - Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza.