Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

Principali novità per i private assets nella riforma del Testo Unico della Finanza

Alessandra Bechi
Vicedirettore
AIFI

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 Passalaqua, 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.

Principali novità per i private assets nella riforma del Testo Unico della Finanza

Alessandra Bechi
Vicedirettore
AIFI

Tra i principi ispiratori della delega governativa per la riforma del Testo Unico della Finanza (TUF) rientrano la revisione delle 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, nonché la necessità di sostenere la crescita del Paese e favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento.

Emerge, quindi, la chiara volontà del legislatore di promuovere i private assets nelle forme anche innovative di gestione che si stanno affacciando sul mercato finanziario. Ricordiamo che il fenomeno è significativo, in quanto, se si considera il contesto nazionale, il volume degli investimenti annuali si attesta, mediamente, attorno ai 15 miliardi di euro l'anno, distribuiti su circa 800 interventi.

È evidente anche il legame che questi soggetti hanno con l'economia reale, essendo specializzati nel supporto alla crescita di imprese non quotate che costituiscono, tra l'altro, l'ossatura del sistema imprenditoriale del nostro Paese. Attualmente sono circa 3.000 le società nel portafoglio dei fondi di private equity, venture capital e private debt, con un fatturato complessivo pari a oltre 650 miliardi di euro e che occupano oltre 800.000 dipendenti. D'altra parte, si può certamente auspicare, in relazione alle esigenze delle nostre imprese, un incremento della rilevanza di questo canale di supporto ai loro progetti di crescita, come anche richiamato, tra gli altri, a livello europeo dal paper "Much more than a market" coordinato da Enrico Letta.

Nel testo di revisione del TUF i principi ispiratori della delega sono stati attuati, in primo luogo, attraverso il riconoscimento giuridico delle asset class del private capital. La riforma introduce, infatti, una nozione di private equity e venture capital sufficientemente ampia e tale da ricomprendere la tipicità dell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, ma anche la molteplicità di forme e strumenti attraverso

i quali questa attività si realizza (*strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione).* Ciò tiene anche conto delle evoluzioni di prodotto che si stanno affermando sul mercato (private debt, turnaround, investimenti infrastrutturali…).

In secondo luogo, sono state previste alcune disposizioni che allineano il nostro quadro regolamentare alla disciplina europea. AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, richiedeva da tempo un intervento in tal senso per livellare le "regole del gioco" in termini di compliance a cui sono tenuti gli operatori finanziari nei vari Paesi e spostare il piano competitivo a livello di strategie e rendimenti.

A questo riguardo, in particolare, è stato introdotto il regime di "registrazione", già previsto dalla Direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) e che l'Italia non aveva ancora recepito nel proprio quadro regolamentare. Per poter essere "registrati" i gestori devono disporre di un asset under management inferiore a 100 milioni di euro se fanno ricorso alla leva finanziaria o 500 milioni di euro in assenza di quest'ultima. Vi sono inoltre alcune restrizioni. In primo luogo, i FIA gestiti devono essere istituiti in forma chiusa. Inoltre, i gestori registrati non possono:

- gestire FIA di credito né fondi EuVECA;

- partecipare a operazioni di cartolarizzazione né assumere posizioni verso cartolarizzazioni;

- assumere il ruolo di gestori esterni di OICR societari.

Inoltre, la commercializzazione dei fondi gestiti può essere rivolta esclusivamente agli investitori professionali. È tuttavia consentita la commercializzazione anche nei confronti di investitori non professionali, purché rispettino determinati requisiti patrimoniali, quali un portafoglio non inferiore a 5 milioni di euro e sottoscrivano/acquistino quote o azioni del FIA per un importo di almeno 500 mila euro.

La riforma introduce così una distinzione sostanziale tra "gestori di FIA sotto soglia registrati" e "gestori autorizzati", creando un sistema più flessibile e proporzionato alla rilevanza sistemica e al dimensionamento degli operatori. I gestori sotto soglia registrati sono soggetti a regole e controlli meno pervasivi, proporzionati alla loro limitata operatività.

Tale novità legislativa asseconda alcune delle dinamiche che si riscontrano tipicamente nel mondo del private capital. I team di gestione di nuova costituzione o *first time teams*/*first time funds* fronteggiano, infatti, criticità nella fase di raccolta delle risorse, dovendo promuovere per la prima volta, senza esperienza o track record pregressi, presso gli investitori la loro iniziativa imprenditoriale-finanziaria. Contenere i costi legati alla compliance e alla vigilanza può permettere a questi operatori di concentrarsi sull'attività di investimento e sull'attrazione di talenti necessari per scalare velocemente e affermarsi sul mercato.

Guardando ai possibili impatti a lungo termine di questa novità sul contesto competitivo nazionale, si ritiene che possa avere l'effetto di accelerare un fenomeno, già in atto sul mercato a causa delle difficoltà che gli intermediari riscontrano nella fase di funding, cioè una progressiva polarizzazione dei gestori.

Da un lato, infatti, la semplificazione della regolamentazione dei gestori sotto soglia dovrebbe facilitare l'ingresso sul mercato e la crescita di piccoli gestori focalizzati su fasce basse di raccolta e in grado di rispondere alle esigenze di crescita di start up, ma anche di PMI, che sono le tipiche realtà imprenditoriali del nostro Paese. Spesso si tratta di gestori caratterizzati da dimensioni contenute ma con strategie fortemente specializzate e focalizzate sia a livello settoriale che di tecnologia.

Inoltre, qualche gestore attualmente sotto soglia, per effetto di processi di aggregazione, potrebbe diventare sopra soglia e qualche gestore sopra soglia potrebbe crescere di dimensione. Il nostro sistema, in cui operano professionisti capaci ed esperti, non ha, in effetti, ancora visto nascere un numero significativo di fondi paneuropei che possano internazionalizzarsi aprendo sedi in altri Paesi, come attualmente stanno facendo gli operatori paneuropei appartenenti ad altre giurisdizioni.

Del resto, occorre anche considerare le scelte dei gestori attualmente autorizzati come sotto soglia che saranno tenuti a decidere se richiedere di essere classificati come gestori registrati o effettuare l'opt in e divenire gestori autorizzati fully compliant in base alla direttiva AIFM. Guardando al profilo quantitativo, se consideriamo la fotografia degli operatori, dalla relazione annuale di Banca d'Italia, al 31 dicembre 2024, sono 100 le SGR che operano in Italia con una specializzazione in fondi mobiliari chiusi. Di queste, in base alle statistiche AIFI, circa 40 rientrano nell'insieme delle SGR sotto soglia che saranno quindi tenute a esprimersi sul *downgrade* o l'*upgrade*.

Non è da escludersi che entro il perimetro dei gestori "registrati" possano anche confluire alcune strutture attualmente non vigilate (club deal, pledge funds…) che potrebbero ambire a target di raccolta più estesi e ad ampliare la platea di investitori potenziali.

Occorrerà anche monitorare, a valle dell'introduzione del regime, l'approccio dei principali investitori istituzionali nazionali. È infatti importante che, nell'ottica di una maggiore efficacia della riforma, gli investitori istituzionali e gli investitori che svolgono il ruolo di cornerstone investor assecondino questo processo di crescita degli operatori di private capital. Da un lato, dovrebbero essere ritenuti sufficienti i presidi minimi previsti per i gestori sotto soglia registrati, che rispondono ai requisiti contenuti nella disciplina europea; al contempo, non dovrebbero essere imposti dal mercato costi e adempimenti ulteriori rispetto a quanto previsto dalla normativa.

Per questo AIFI sta anche sviluppando un set di documenti di autodisciplina, da mettere a disposizione di questi soggetti, che possa loro garantire una governance robusta atta a creare confidenza presso gli investitori. Peraltro, da quanto emerge dall'esperienza delle giurisdizioni che hanno già introdotto il regime, non si sono riscontrate problematiche nel rapporto con gli investitori.

Tra gli altri profili di allineamento alla normativa comunitaria, si ricorda quanto previsto sulla modalità di rimborso dei FIA chiusi italiani, rispetto alla quale viene introdotta una maggiore flessibilità per i casi di rimborsi anticipati. Tali rimborsi, in particolare, potranno avvenire su iniziativa del gestore, anche in deroga al principio di proporzionalità dei rimborsi pro-rata. I rimborsi anticipati, in questo caso, sono legati al rispetto di alcune condizioni, quali la coerenza tra la politica di rimborso e la strategia di investimento e la politica di valutazione dei beni del FIA, e la tutela di tutti i partecipanti, anche di quelli che non beneficiano del rimborso anticipato. In tali casi il regolamento o lo statuto del FIA dovrà indicare chiaramente le procedure e le condizioni di rimborso anticipato. Deve essere inoltre previsto un periodo di detenzione minimo iniziale, pari ad almeno 36 mesi, durante il quale il gestore non può procedere al rimborso delle quote/azioni del FIA.

Occorre anche segnalare il rilievo della classificazione come gestori EuVECA che si collocano in una posizione intermedia tra i gestori registrati e i gestori autorizzati e sono definiti "soggetti abilitati" nel testo di riforma. Sulla base degli elementi ad oggi a disposizione, è ragionevole ritenere che tali gestori saranno considerati come autorizzati da Banca d'Italia perché soggetti al Regolamento europeo EuVECA e in quanto gestiscono fondi che possono essere commercializzati con passaporto europeo. Per i dettagli sarà necessario fare riferimento alla normativa secondaria, che deve essere ancora emanata.

Da ultimo, risulta di interesse anche l'istituzione della società di partenariato.

La relazione illustrativa osserva che vengono introdotte nell'ordinamento le "società di partenariato", modellate sulla *Limited Partnership* e organizzate nella forma della società in accomandita per azioni (S.a.p.a.), abilitate alla gestione collettiva del risparmio esclusivamente per investimenti di *private equity* e *venture capital*. La scelta di una forma societaria riconoscibile a livello internazionale mira a favorire l'afflusso di capitali – anche esteri – verso l'economia reale, garantendo al contempo certezza nella destinazione dei capitali e ampia autonomia statutaria.

Questa struttura replica i modelli di successo anche adottati dalle piattaforme di gestione "multi asset class" o "multi strategy" che si stanno affermando come modelli prevalenti sul mercato.

Se, quindi, l'introduzione della nuova struttura di gestione della società di partenariato è da valutarsi positivamente, in quanto volta a migliorare la competitività del mercato italiano e a favorire l'adozione di strutture di gestione già ampiamente utilizzate e conosciute, con risultati positivi, in altre giurisdizioni, AIFI ha sottolineato nell'audizione tenuta nel processo parlamentare alcuni profili volti a rendere maggiormente efficace tale novità normativa. Si è, infatti, proposta una struttura giuridica alternativa che la allinei maggiormente ai modelli di successo internazionali, avvantaggiandosi dell'esperienza maturata in tali contesti, in modo da renderla più adatta alla prassi. Si è così suggerito al legislatore di valutare, come alternativa all'utilizzo della c.d. S.a.p.A., quello

della società in accomandita semplice.

La richiesta è stata motivata facendo riferimento all'esperienza internazionale e, in particolare, a quella del Lussemburgo dove si è passati, come modello di *limited partnership*, dall'utilizzo della società in accomandita per azioni (c.d. Sca), introdotta nella prima fase di avvio del mercato, alla società in accomandita semplice (SCSp), priva di personalità giuridica, che negli ultimi anni si sta progressivamente affermando come schema prevalente. In tal senso, assume rilievo anche l'esperienza francese che ha introdotto la possibilità di strutturare fondi d'investimento nella forma di *Société de Libre Partenariat* (SLP). Nel corso degli anni, la disciplina delle SLP è stata progressivamente modificata per adeguare tali veicoli alle esigenze operative del private equity. Il percorso di revisione da parte del legislatore francese consente di identificare alcuni elementi essenziali per la diffusione di queste strutture sul piano internazionale come, ad esempio, la possibilità di redigere e gestire i documenti costitutivi della SLP in lingua inglese; l'esigenza di garantire la confidenzialità dei documenti costitutivi della SLP; la possibilità, particolarmente rilevante per numerosi investitori istituzionali e, in particolare, per quelli provenienti dagli Stati Uniti, di investire in un veicolo fiscalmente trasparente.

Nel processo parlamentare tale suggerimento è stato colto attraverso l'indicazione al Governo di valutare l'opportunità di prevedere il *ricorso a un modello societario diverso da quello di società in accomandita per azioni, quale, ad esempio, quello di società in accomandita semplice, e ad una disciplina societaria più flessibile, in particolare nel caso di società di partenariato sotto soglia*.

Occorre da ultimo ricordare che, sebbene siano state introdotte importanti novità nel contesto giuridico del nostro Paese, queste non sono sufficienti, di per sé, a garantire lo sviluppo futuro dell'industry.

Occorre intervenire con politiche efficaci per incrementare il flusso di risorse raccolte da questo comparto della finanza alternativa, tenuto conto che la strada per rafforzare i fondi di private capital e la loro capacità di sostegno all'economia reale passa attraverso un significativo incremento degli investimenti da parte degli investitori istituzionali che, tradizionalmente, in mercati più evoluti, rappresentano la fonte privilegiata di raccolta. I suggerimenti circa le policy implementabili in questo ambito spaziano dalle azioni di moral suasion, al rafforzamento degli incentivi fiscali esistenti, o al renderli più facilmente applicabili, alla previsione di regole di investimento in fondi di private assets che non siano troppo stringenti.

Questo è un obiettivo non solo italiano ma anche comunitario, secondo quanto espresso dalla *Savings and Investments Union*.