



INSIGHT | 11 dicembre 2025

Riforma TUF: gestori “sotto soglia” e società di partenariato

La recente riforma del D. Lgs. n. 58/1998, e successive modifiche e integrazioni (il “TUF”) rappresenta un passaggio cruciale per favorire l’espansione del mercato dei capitali in Italia, facilitare l’accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, e favorire l’accesso delle piccole medie imprese a forme alternative di finanziamento. In particolare, il progetto di riforma prende le mosse dal *Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, pubblicato nel 2022 dal Ministero dell’Economia e delle Finanze.

Le analisi e le proposte contenute nel *Libro Verde* hanno trovato una prima attuazione nella cosiddetta “Legge Capitali”, con la quale il Governo è stato delegato a procedere a una revisione organica del TUF.

Il primo decreto attuativo, già approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri (il “Decreto”), introdurrebbe innovazioni rilevanti, specialmente in materia di gestione collettiva del risparmio, che è considerato un comparto strategico per l’economia nazionale.

A tale riguardo, una delle principali novità concerne l’introduzione della distinzione tra *gestori autorizzati* e *gestori “sotto soglia registrati”* (i “Gestori Registrati”). Più in dettaglio, questi ultimi:

i) dovrebbero possedere i medesimi requisiti degli attuali gestori sotto soglia autorizzati secondo il regime previgente, ma diversamente da quest’ultimi, dovranno seguire il procedimento (presumibilmente semplificato) che sarà definito dalla Banca d’Italia ai sensi dell’art. 35-*quaterdecies* del TUF per ottenere l’iscrizione nell’apposito registro presso la Banca d’Italia stessa;

- ii) opererebbero con un regime ulteriormente semplificato rispetto a quello attualmente vigente per i gestori sotto soglia, che sarà soggetto a una vigilanza proporzionata e meno invasiva, ma, comunque, fondato su obblighi di condotta e trasparenza, benché più limitati. In particolare, il passaggio al “regime registrato” riduce l’intensità dei controlli su profili quali: l’assetto organizzativo; la verifica dell’idoneità dei soci; la correttezza nella relazione con gli investitori; i presidi di trasparenza informativa;
- iii) gestirebbero soltanto fondi alternativi chiusi riservati a investitori professionali o a soggetti con elevata disponibilità patrimoniale, con l’obiettivo, tra l’altro, di orientare i Gestori Registrati verso investimenti nell’economia reale, in particolare in settori come *private equity*, *venture capital* e settore immobiliare. Sarebbe, quindi, preclusa ai Gestori Registrati la gestione di FIA di credito, EuVECA, EuSEF, nonché l’attività di gestione esterna di OICR in forma societaria.

Parallelamente, il Decreto, ove approvato, introdurrebbe nel nostro ordinamento la *società di partenariato*, che:

- i) sarebbe strutturata come società in accomandita per azioni, avente per oggetto sociale esclusivo gli investimenti in *private equity* e *venture capital*;
- ii) si basa sui modelli societari già sperimentati all'estero (come le *limited partnership* anglosassoni o i RAIF lussemburghesi) e mira a rendere il panorama giuridico italiano più familiare e appetibile per gli investitori internazionali;
- iii) offrirebbe una struttura flessibile, compartimentabile e orientata alla finanza reale, con raccolta patrimoniale tramite azioni o strumenti finanziari partecipativi;
- iv) potrebbe essere qualificata, al ricorrere dei relativi requisiti, quale Gestore Registrato, e quindi con maggiori oneri in termini di *governance*, rispetto al regime ordinario di autorizzazione delle società di partenariato.

Inoltre, il Decreto prevede l'abrogazione della SIS (Società di investimento semplice) – di fatto sostituita dalla società di partenariato –, la cui scarsa diffusione è imputabile ai vincoli e agli oneri normativi che ne hanno scoraggiato l'utilizzo e l'adozione da parte degli investitori.

Il nuovo regime rappresenta quindi un'opportunità per consentire la crescita di operatori che attualmente operano tramite schemi non vigilati, offrendogli uno strumento normativo più solido e riconosciuto.

Tuttavia, non mancano le criticità. Il ridotto livello di vigilanza potrebbe determinare un rischio di arbitraggio regolamentare, specialmente in assenza di termini chiari e definiti.

La definizione puntuale dei parametri *“sotto soglia”* (quali il valore complessivo delle attività gestite, l'uso della leva finanziaria e la durata del *lock-up* sulle quote dei FIA) sarà cruciale, poiché il grado di flessibilità o rigidità di tali criteri inciderà direttamente sulla portata applicativa e sull'efficacia del nuovo regime.

La semplificazione introdotta comporta una diminuzione degli obblighi ex ante e una riduzione dei controlli preventivi, rispetto al più rigoroso regime autorizzativo tradizionale. Di conseguenza, sarà necessario che gli organi di amministrazione dei gestori registrati adottino un approccio basato su: maggiore rigore gestionale, consolidamento delle procedure di controllo interno e attenta gestione dei conflitti di interesse.

Il Decreto, inoltre, al fine di meglio circoscrivere l'attività di Gestori Registrati e società di partenariato, definirebbe *“private equity e venture capital”*, quale l'investimento in imprese non quotate tramite strumenti di capitale, debito o strumenti simili, con la possibilità di continuare a investire nelle stesse imprese anche dopo la loro eventuale quotazione, garantendo così un

sostegno nel percorso di crescita e scalabilità di realtà imprenditoriali rivelatesi di successo. Tuttavia, se pure tale definizione appare corretta sotto il profilo finanziario, non coglie pienamente la dimensione gestionale e strategica tipica di tali attività, che includono un forte coinvolgimento degli investitori nella *governance* delle imprese partecipate.

Infine, la coesistenza di veicoli pienamente vigilati, veicoli sotto soglia e veicoli completamente non vigilati rischia di produrre asimmetrie normative e distorsioni concorrenziali, con un non trascurabile impatto sulla trasparenza complessiva del mercato.

In conclusione, la riforma rappresenta un passo avanti fondamentale, ma richiederà un'attenta attuazione da parte delle Autorità di Vigilanza e, se necessario, prassi correttive e chiarimenti interpretativi per garantire un equilibrio sostenibile tra semplificazione, competitività e tutela degli investitori.

Contatti



Umberto Piattelli
umberto.piattelli@lalex.it



Sofia Caruso
sofia.caruso@lalex.it



Francesca Rucco
francesca.rucco@lalex.it

LCA è uno studio legale indipendente e full service, specializzato nell'assistenza legale e fiscale d'impresa, composto da oltre 300 persone.

MILANO

Via della Moscova 18
20121 Milano

ROMA

Piazza del Popolo 18
00187 Roma

GENOVA

Via XX Settembre 31/6
16121 Genova

TREVISIO

Via Sile 41
31056 Roncade (TV)

BRUXELLES

Place Poelaert 6
1000 Bruxelles

DUBAI

IAA Middle East Legal Consultants LLP
Liberty House, Office 514, DIFC

www.lalex.it
info@lalex.it