



«Riforma TUF» Impatti per la gestione collettiva del risparmio

L'approccio PwC





Contesto normativo

La disciplina nazionale in materia di **gestione collettiva del risparmio** è stata oggetto, nei primi mesi del 2026, di un significativo processo di **riforma** che interessa sia il livello legislativo primario sia quello regolamentare secondario, ridisegnando in modo organico il quadro di riferimento per gli operatori del settore.

Sul piano della **legislazione primaria**, due decreti legislativi hanno inciso in modo strutturale sulla disciplina del Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 58/1998):

- il **D.lgs. n. 39/2026**, pubblicato nella G. U. del 27 marzo 2026, ha recepito nell'ordinamento italiano la Direttiva (UE) 2024/927 (c.d. AIFMD II), che modifica le Direttive 2011/61/UE (AIFMD) e 2009/65/CE (UCITS);
- il **D.lgs. n. 47/2026**, pubblicato nella G. U. del 14 aprile 2026, ha dato attuazione alla delega contenuta nell'articolo 19 della Legge n.21/2024 (c.d. Legge Capitali), recante la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali contenute nel TUF e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice Civile.

Di conseguenza, a livello di **regolamentazione secondaria**, Banca d'Italia e Consob hanno avviato consultazioni pubbliche con il mercato sulle disposizioni attuative per il recepimento della AIFMD II e per l'attuazione delle novità introdotte dal summenzionato D.lgs. 27 marzo 2026, n. 47.

Gli interventi normativi e regolamentari del 2026 si sviluppano lungo due direttrici complementari: da un lato il rafforzamento dei presidi prudenziali e di vigilanza derivante dal recepimento della AIFMD II; dall'altro la semplificazione e modernizzazione del quadro nazionale della gestione collettiva, finalizzata ad accrescere la competitività del mercato italiano del risparmio gestito e ad allinearne la disciplina alle prassi europee.

In tale contesto, le novità introdotte sono destinate a produrre **impatti significativi** non solo sulla configurazione dei gestori e dei veicoli di investimento, ma anche sugli assetti di governance, sui processi autorizzativi e di registrazione, sui presidi organizzativi e di controllo e, più in generale, sui modelli operativi adottati dagli operatori del settore.

Sul piano europeo, il quadro è destinato a evolversi ulteriormente per effetto del **Market Integration Package** (MIP), volto a superare le barriere alla distribuzione transfrontaliera dei fondi e a ridurre la frammentazione normativa tra Stati membri, e della **Retail Investment Strategy** (RIS), che introdurrà per i gestori, tra le altre cose, nuovi obblighi in materia di value for money a tutela dell'investitore retail.

Legge Capitali

La riforma attuativa della «**Legge Capitali**» si articola lungo due direttrici fondamentali:

- la revisione delle disposizioni in materia di mercati dei capitali (**modifiche al TUF**) e, in particolare:
 - la disciplina degli intermediari e della gestione collettiva del risparmio;
 - il quadro normativo in materia di mercati ed emittenti.
- la riforma dei sistemi di amministrazione e controllo delle società di capitali (modifiche al Codice Civile).

In generale, si tratta di un ampio intervento di razionalizzazione e semplificazione del quadro normativo, con **impatti rilevanti** per il settore della **gestione collettiva del risparmio** che saranno ripercorsi di seguito.

La **finalità** della riforma è l'allineamento della disciplina all'evoluzione europea del settore, rimuovendo una serie di stratificazioni normative nazionali succedutesi negli anni e semplificando ove possibile, attraverso la riduzione di taluni oneri regolamentari.



Novità e principali impatti

Nuova figura del «Gestore autorizzato»

Introduzione della nozione unitaria di «**gestore autorizzato**» che semplifica il quadro normativo, distinguendo in modo più netto le entità che sono effettivamente “gestori” e quelle che, invece, sono veicoli di investimento.

Nella definizione di «gestore autorizzato», quali “soggetti abilitati” sottoposti a un regime di vigilanza della Banca D'Italia e della Consob maggiormente pervasivo, sono ricomprese le SGR autorizzate, le SICAV e le SICAF in gestione interna autorizzate, le nuove società di partenariato in gestione interna autorizzate, nonché i gestori di ELTIF, FCM. Nella definizione rientrano anche i **gestori di fondi EuVECA ed EuSEF**, a prescindere dal fatto che siano sotto-soglia, considerato il peculiare regime di registrazione al quale gli stessi sono sottoposti, che deriva dai rispettivi regolamenti europei e prevede oneri regolamentari e di vigilanza più stringenti. Tra i veicoli che non vengono qualificati come “gestori autorizzati” rientrano tipicamente i fondi comuni di investimento, SICAV e SICAF in gestione esterna, società di partenariato in gestione esterna.

La corretta qualificazione giuridica dell'operatore assume pertanto un ruolo centrale nel nuovo impianto normativo, richiedendo una valutazione che trascende la mera forma giuridica, e si estende alla concreta configurazione del modello di business e dei relativi presidi regolamentari (i.e., adeguatezza dell'assetto organizzativo, di governance e di controllo).

Nuova figura del «Gestore di FIA sotto-soglia registrato»

Introduzione del regime nazionale di **registrazione** per i nuovi «**gestori di FIA sotto-soglia**» (i.e. SGR sotto-soglia registrate, SICAF sotto-soglia registrate e società di partenariato sotto-soglia registrate), sottoposti a oneri regolamentari e di vigilanza ridotti.

Si tratta di un **regime semplificato di registrazione** alternativo alla piena autorizzazione, al quale possono accedere i gestori di dimensioni ridotte che rispettano determinati requisiti (inter alia, 100 milioni di euro, ovvero 500 milioni in assenza di leva finanziaria e di diritti di rimborso per cinque anni).

L'attività del GEFIA registrato è **limitata** alla gestione collettiva del risparmio e alle **attività strettamente connesse o strumentali**; i FIA gestiti devono essere istituiti in forma chiusa, essere riservati a investitori professionali (con possibilità di ammettere investitori non professionali per importi non inferiori a 500.000 euro con portafoglio finanziario di almeno 5 milioni), e non possono investire in crediti, fatta eccezione per i prestiti di azionista.

E' in capo a Banca d'Italia l'istituzione dell'**apposito registro** e la relativa procedura per la registrazione e cancellazione (disposizioni attualmente in consultazione). I soggetti iscritti nel registro sono tenuti a monitorare il permanere delle condizioni che hanno consentito l'accesso al regime semplificato, adottando le misure necessarie qualora vengano superate le soglie o vengano meno gli altri requisiti previsti dalla normativa.

Principali impatti

I gestori che attualmente operano avvalendosi delle deroghe dell'art. 35-undecies dovranno scegliere tra due percorsi:

- comunicare l'intenzione di assoggettarsi al regime dei gestori autorizzati, adottando le misure necessarie per conformarsi ai relativi requisiti; oppure
- presentare istanza di iscrizione nel registro dei GEFIA sotto soglia registrati (rispettando una condizione stringente: ottenere il consenso espresso di tutti i partecipanti ai FIA già istituiti alla prosecuzione dell'incarico sotto il nuovo regime).



Riformulazione organica della disciplina di SICAV e SICAF

Modifiche al regime degli OICR in forma societaria, ripristinando le tipologie di SICAV E SICAF in gestione interna e in gestione esterna (le forme in gestione esterna erano state escluse dalla Legge Capitali del 2024).

Inoltre, classificazione più granulare delle SICAV E SICAF, distinguendo in base al tipo di gestione: gestione interna (che gestiscono direttamente il proprio patrimonio), **gestione interna autorizzata** (iscritte all'apposito albo di Banca d'Italia) e **gestione esterna** (che designano un gestore esterno, quale una SGR o un GEFIA UE).

Per le **SICAF** si inserisce, in aggiunta alla **gestione esterna**, un'ulteriore regime nel quadro della gestione interna, rispetto a quanto previsto per le SICAV, distinguendo tra SICAF in **gestione interna autorizzata** e SICAF **sotto soglia registrata**, coerentemente al nuovo assetto differenziato dei gestori sotto-soglia.

Con riferimento all'operatività, per incrementare la **flessibilità operativa** di SICAV E SICAF, avvicinandole alla disciplina dei fondi comuni e rendendole veicoli più competitivi nel panorama europeo, si segnalano, in particolare, le seguenti novità:

Gestione interna

- **Emissione di strumenti finanziari partecipativi:** possibilità di raccogliere patrimonio non solo tramite l'offerta di azioni, ma anche mediante l'emissione di strumenti finanziari partecipativi e ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto.
- **Autorizzazione di Banca d'Italia per il rimborso in caso di recesso:** il rimborso delle azioni in caso di recesso o conversione in altri strumenti è ora soggetto ad autorizzazione della Banca d'Italia e può essere limitato per assicurare il rispetto dei requisiti patrimoniali.
- **Individuazione del patrimonio generale e requisiti di separatezza patrimoniale:** le SICAV e SICAF in gestione interna devono individuare le azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale, detenendo fondi propri separati e liquidi per assicurare in ogni momento il rispetto dei requisiti patrimoniali. Lo statuto deve inoltre definire la composizione del patrimonio generale e le modalità per disporre, integrare e sostituire i beni che lo compongono.

Gestione esterna

- Rafforzamento del ruolo degli organi sociali: introduzione di specifici presidi volti a garantire che gli organi di amministrazione e controllo delle SICAV e SICAF in gestione esterna mantengano un adeguato livello di supervisione sull'operato del gestore esterno e dispongano delle informazioni necessarie per l'esercizio delle proprie funzioni. Le SICAV e SICAF in gestione esterna devono stipulare accordi con il gestore esterno per garantire al CdA l'accesso ai documenti e alle informazioni necessari al monitoraggio, nonché definire procedure idonee ad assicurare la continuità della gestione in caso di sostituzione del gestore.
- Distribuzione di acconti sui dividendi in deroga al Codice civile: gli OICR societari in gestione esterna possono distribuire acconti sui dividendi senza sottostare ai limiti di cui all'art. 2433-bis c.c., allineandosi così alla disciplina prevista per i fondi comuni d'investimento.
- Eliminazione dei requisiti soggettivi per gli OICR in gestione esterna: rimossi gli obblighi relativi ai requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale, nonché gli obblighi di comunicazione preventiva e autorizzazione per l'acquisizione di partecipazioni qualificate nel capitale delle SICAV e SICAF in gestione esterna.

Principali impatti

SICAV e SICAF in gestione interna:

- adeguamento operativo (aggiornamento statuto e procedure interne) per la raccolta del patrimonio mediante strumenti finanziari partecipativi;
- gestione del processo di rimborso delle azioni in caso di recesso (necessità di ottenere l'autorizzazione di Banca d'Italia);
- adeguamento degli assetti contabili e statutari per assicurare la corretta individuazione e gestione del patrimonio generale, mantenuto distinto dal patrimonio delle SICAV/SICAF e destinato al rispetto dei requisiti patrimoniali (conformità all'obbligo di detenere fondi propri separati e liquidi nel continuo).

SICAV e SICAF in gestione esterna:

- adeguamento operativo per la distribuzione di acconti sui dividendi, con predisposizione delle relative procedure interne;
- stipula di accordi informativi con il gestore esterno per garantire al CdA l'accesso ai documenti e alle informazioni necessari per il monitoraggio;
- definizione di procedure di continuità della gestione in caso di sostituzione del gestore esterno.



Nuova figura delle «Società di partenariato»

Al fine di incentivare gli investimenti di lungo periodo nel private equity e nel venture capital, è introdotta l'istituzione di un nuovo **veicolo di investimento alternativo** dedicato alla raccolta del patrimonio mediante offerta di azioni, di strumenti finanziari partecipativi e delle ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto; sono organismi riservati a investitori professionali o con conoscenze finanziarie elevate.

Definite come «l'**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 del patrimonio raccolto mediante l'offerta delle proprie azioni, di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante le ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto».

Trattandosi di OICR societari, potranno essere gestiti, alternativamente, **internamente** (gestendo direttamente il proprio patrimonio e qualificandosi come gestori, operando come gestore autorizzato oppure, in regime semplificato, come GEFIA sotto soglia registrato) o **esternamente** (designando come gestore esterno una SGR autorizzata, un gestore di fondi EuVECA o EuSEF o un GEFIA UE).

Tale nuovo veicolo supera e di fatto sostituisce il modello delle società di investimento semplice (SIS), la cui disciplina è stata pertanto abrogata.

Apposito albo sarà tenuto da Banca d'Italia, la quale dovrà adottare disposizioni attuative specifiche.

Costituibili una volta che Banca d'Italia avrà adottato le disposizioni attuative e adeguato albi e registri di vigilanza.

Principali impatti

- Valutazione dei gestori circa la costituzione ex novo o l'eventuale trasformazione di veicoli esistenti.
- Gestori già operativi: valutazione relativa all'assunzione della gestione esterna di una società di partenariato.
- Nuovi soggetti: valutazione circa la costituzione a gestione interna.

Rafforzamento dei poteri di vigilanza in materia di revoca l'autorizzazione

Banca d'Italia può revocare l'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio rilasciata a un gestore autorizzato, con conseguente avvio delle procedure di scioglimento della società previste dalla normativa applicabile. Tale provvedimento può essere adottato, a titolo esemplificativo, qualora:

- la società abbia ottenuto l'autorizzazione tramite false dichiarazioni o con altro mezzo irregolare;
- venga meno il rispetto delle condizioni cui è subordinata l'autorizzazione;
- si verifichi la perdita dei requisiti richiesti per la prestazione dei servizi di investimento.

Ampliamento della nozione di «cliente professionale»

- Inclusione nella nozione di «clienti professionali o investitori professionali» degli **enti di previdenza obbligatoria** e delle **Casse di Previdenza**, precedentemente inquadrati come «retail».
- L'ampliamento della nozione di cliente professionale consente ai suddetti soggetti di accedere a prodotti, servizi e FIA riservati agli investitori professionali, ampliando le opportunità di investimento e semplificando l'accesso a operazioni precedentemente soggette a limitazioni regolamentari.

Rimborso dei FIA chiusi

- Introdotta la possibilità per i FIA italiani chiusi di prevedere nello statuto o regolamento ulteriori forme di rimborso anticipato di quote o azioni su iniziativa del gestore, ampliando la flessibilità dei meccanismi di disinvestimento.
- È, inoltre, consentita una proroga del termine di durata del FIA non superiore a tre anni per il completamento della liquidazione degli investimenti.

Riorganizzazione poteri di vigilanza

Revisione competenze fra Autorità di vigilanza

- verifica dei requisiti e dei criteri di idoneità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale: competenza esclusiva di Banca d'Italia
 - competenze circa l'operatività transfrontaliera delle SIM: Banca d'Italia diviene l'Autorità designata, in luogo della Consob, per la gestione delle comunicazioni e il rilascio delle prescritte autorizzazioni;
 - autorizzazione delle operazioni di fusione e scissione delle SGR nonché determinazione dei criteri generali per la redazione dei regolamenti dei fondi: competenza esclusiva di Banca d'Italia
 - limitazione delle competenze del MEF: attività circoscritta all'individuazione delle categorie di investitori ammessi alla sottoscrizione di quote e azioni di OICR e alla disciplina afferente ai FIA immobiliari.
-



Tempistiche e regime transitorio

Il Decreto legislativo n. 47/2026 è **in vigore dal 29 aprile 2026**.

L'applicabilità delle modifiche apportate al TUF relativamente alla «Gestione collettiva del risparmio», incluse le disposizioni su SICAV, SICAF e società di partenariato, è prevista a partire da nove mesi successivi all'entrata in vigore del decreto e cioè dal **29 gennaio 2027**.

Entro la medesima data:

- Banca d'Italia e Consob dovranno adottare le **Disposizioni attuative secondarie**;
- Banca d'Italia dovrà adottare gli interventi di adeguamento necessari agli albi e ai registri di vigilanza.

→ Regime transitorio per i gestori italiani (SGR, SICAV/SICAF)

Per garantire un passaggio ordinato degli operatori esistenti ai nuovi regimi di autorizzazione e registrazione, i gestori italiani che attualmente si avvalgono delle deroghe di cui all'art. 35-undecies del TUF dispongono di **12 mesi dall'adozione delle disposizioni attuative della Banca d'Italia** per regolarizzare la propria posizione: [quindi 29 gennaio 2028]

- (i) richiedere la piena autorizzazione come gestore autorizzato; oppure
- (ii) presentare istanza di iscrizione nel nuovo registro dei GEFIA sotto soglia registrati.

E' prevista la revoca dell'autorizzazione da parte di Banca d'Italia e la cancellazione dagli albi per i gestori che, entro il termine dei 12 mesi, non siano stati autorizzati o registrati.

→ Regime transitorio per i gestori di EuVECA e EuSEF

Successivamente all'emanazione delle disposizioni attuative di Banca d'Italia, i gestori italiani di EuVECA e i gestori italiani di EuSEF possono istituire e gestire nuovi FIA e avviare o proseguire attività di commercializzazione o pre-commercializzazione esclusivamente con riguardo ai FIA EuVECA o EuSEF e ai FIA riservati istituiti in forma chiusa.

L'intenzione di assoggettarsi al regime dei gestori autorizzati deve essere comunicata entro **12 mesi dall'emanazione delle disposizioni attuative della Banca d'Italia**; in assenza di tale comunicazione Banca d'Italia procederà alla cancellazione dal relativo albo e alla contestuale iscrizione d'ufficio nel registro dei GEFIA sotto soglia.

→ Regime transitorio per SICAV e SICAF in gestione interna autorizzate

L'intervento di adeguamento statutario e organizzativo deve avvenire entro 12 mesi dall'adozione delle disposizioni attuative della Banca d'Italia.

L'approccio PwC

PwC mette a disposizione specialisti con profili legali e regolamentari in grado di supportare i Clienti – sia nel merito che nel processo – nella comprensione e implementazione delle attività necessarie all'attuazione delle novità nei propri modelli di business.

Supporto offerto in ambito normativo, regolamentare e legale

- Analisi dell'impatto normativo, regolamentare e legale delle nuove disposizioni per adeguamento organizzativo.
- Supporto per la verifica della sussistenza dei requisiti per la registrazione come sotto soglia per l'accesso al regime di registrazione quale GEFIA sotto-soglia.
- Supporto per la predisposizione della comunicazione da effettuare all'Autorità circa l'intenzione di assoggettarsi al regime dei gestori autorizzati e per l'implementazione delle misure necessarie richieste.
- Assistenza per adempimenti e modalità di scambio informativo con le Autorità di vigilanza.
- Assistenza per la costituzione di società di partenariato e per il set up del relativo assetto normativo, regolamentare, legale.

Supporto offerto in ambito governance, processi e controlli

- Revisione dei modelli di governance e di business, dei processi autorizzativi e di registrazione, delle procedure operative e dei presidi di controllo interno richiesti dalla normativa.
- Definizione dei ruoli, responsabilità e flussi informativi tra Organi societari, funzioni aziendali di controllo e soggetti esterni che detengono la gestione.
- Supporto nell'aggiornamento della documentazione statutaria, regolamentare e contrattuale interessata dalle novità normative.

Perché scegliere PwC

Forniamo assistenza continuativa a soggetti vigilati tra cui Banche, Intermediari Finanziari e assicurativi, SIM, SGR, Compagnie di Assicurazione e Fondi Pensione nella predisposizione di documentazione di ogni più ampia natura e nella revisione ed efficientamento di processi e controlli nonché di aspetti legati alla governance.

In particolare, mettiamo a disposizione la nostra consolidata esperienza ai fini della predisposizione di documentazione contrattuale e pre-contrattuale, nonché nella redazione ed implementazione di Policy e Procedure interne.

Ci avvaliamo inoltre di strumenti innovativi basati su intelligenza artificiale e automazione, in grado di offrire significativi vantaggi in termini di efficienza, riduzione dei tempi e ottimizzazione dei costi operativi.



Contatti

Mauro Panebianco

Partner, Asset & Wealth Management Leader | PwC Italia
mauro.panebianco@pwc.com
+39 348 1328581

Fabrizio Cascinelli

Partner | PwC Legal
fabrizio.cascinelli@pwc.com
+39 345 6981767

Marcella Di Marcantonio

Partner, Governance, Processes & Controls | PwC Italia
marcella.di.marcantonio@pwc.com
+39 348 1549609

Mario Zanin

Director | PwC Legal
mario.m.zanin@pwc.com
+39 345 8563384

Giovanna Gialloredo

Director | PwC Italia
giovanna.gialloredo@pwc.com
+39 345 9056898

Contributors

Rossella Esposito, Senior Manager, PwC Italia

Silvia Brezigia, Manager, PwC Italia