

**Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, 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 (AG 331)**

**Audizione del Presidente AIFI – Prof. Innocenzo Cipolletta**

**Commissioni Giustizia e Finanze di Camera e Senato**

**Videoconferenza, 2 dicembre 2025**

## Introduzione e caratteristiche del mercato del private capital

AIFI è l'Associazione che rappresenta gli operatori di Private equity, Venture capital e Private debt attivi sul mercato italiano. Oltre ad associare i gestori di fondi alternativi mobiliari, AIFI raduna un importante network di istituzioni, investitori istituzionali e professionisti interessati allo sviluppo dell'*industry*.

Ringraziamo per la possibilità di fornire il nostro contributo in relazione alla riforma del Testo Unico della Finanza (TUF), di cui condividiamo lo scopo generale volto a una semplificazione complessiva della regolamentazione del settore finanziario, posizione che AIFI supporta da tempo in quanto particolarmente rilevante per lo sviluppo del settore.

I fondi di private capital sono tipicamente fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi, riservati ad investitori professionali. Essi costituiscono un importante strumento per canalizzare le risorse degli investitori verso il tessuto imprenditoriale favorendo la crescita delle imprese non quotate, principalmente di piccole e medie dimensioni. Pertanto, lo sviluppo di un mercato domestico e competitivo di tali strumenti costituisce un importante sostegno all'economia reale e alle filiere produttive nell'identificazione e nella realizzazione degli obiettivi di crescita e sviluppo. Gli investimenti effettuati dai fondi di private capital si dimostrano particolarmente efficaci nel perseguire la creazione di valore nelle imprese attraverso, tra l'altro, processi di internazionalizzazione, strategie di aggregazione, irrobustimento della governance ed estrema attenzione agli obiettivi di sostenibilità.

Preme osservare anche che il mercato privato sta crescendo molto in tutto il mondo mentre il mercato pubblico si sta contraendo e questo deve portare la normativa ad essere sempre più favorevole al mercato privato che è particolarmente adatto a sostenere le esigenze di crescita delle PMI, che rappresentano la struttura produttiva tipica dell'Italia. Ciò tenuto comunque presente che i due mercati non sono in contrapposizione ma sono complementari nell'ambito di un sistema finanziario articolato a supporto delle imprese.

A livello dimensionale, il mercato italiano di private equity e venture capital ha un peso ancora limitato (pari allo 0,212% del PIL) rispetto alle esigenze di crescita e di sviluppo del nostro sistema imprenditoriale, anche se si ricorda che lo stesso mercato coinvolge circa 3.000 imprese contro le circa 500 del mercato borsistico.

Anche rispetto ad altri Paesi il nostro ecosistema denota un certo ritardo. A titolo di esempio, gli investimenti in private equity e venture capital in Francia e nel Regno Unito pesano, rispettivamente, l'1,004% e l'1,625% del PIL, mentre la media europea si attesta intorno allo 0,54%.

A conferma di ciò, entrando maggiormente nel dettaglio, è utile segnalare come in Italia, nel comparto del private equity e venture capital, nel 2024 siano stati investiti 8.506 mln di euro e raccolti 5.075 mln di euro. Le medesime asset class, sempre con riferimento al 2024, in Francia hanno fatto registrare 25.630 mln di euro investiti e 25.302 mln di euro raccolti, nel Regno Unito 35.137 mln di euro investiti e 39.203 mln di euro raccolti e, in Germania, 14.387 mln di euro investiti e 8.350 mln di euro raccolti.

Per fare in modo che questo mercato possa crescere e contribuire in modo efficace e duraturo alla competitività del nostro Paese, sono necessari interventi di sistema. Specificatamente, lo sviluppo del settore può essere supportato tramite una semplificazione della regolamentazione che garantisca una maggiore flessibilità e proporzionalità all'operatività dei gestori, allineando

maggiormente il nostro Paese al quadro regolatorio europeo e alle pratiche maggiormente in uso in altri stati dell'UE.

Pertanto, **giudichiamo molto favorevolmente** l'attenzione che il legislatore ha voluto porre sul Private capital nella riforma in oggetto e il complessivo set di modifiche identificate e proposte. In estrema sintesi:

- riteniamo importante il **riconoscimento istituzionale** delle asset class del Private capital, con l'introduzione delle definizioni di Private equity e Venture capital, che condividiamo;
- risulta poi positivo l'avere introdotto, anche nel nostro ordinamento, il **regime della registrazione** per i gestori sotto soglia, che ci allinea alle disposizioni previste dalla direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) e che, si auspica, potrà favorire la nascita di nuovi team di gestione su fasce di raccolta più basse, anche grazie alla semplificazione organizzativa e della compliance;
- anche gli ulteriori elementi di flessibilità, in termini di **rimborsi anticipati**, risultano utili per facilitare l'attrazione dei capitali, rispondendo alle richieste che provengono dai sottoscrittori dei fondi;
- inoltre, 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.

Ci teniamo, al contempo, in questa sede, a sottolineare alcune **possibili aree di miglioramento**, avanzando suggerimenti volti a rendere maggiormente efficaci le modifiche e a rafforzare l'allineamento al quadro legislativo europeo. In particolare, si suggerisce di:

- proporre una struttura giuridica alternativa per la nuova **società di partenariato**, allineandola maggiormente ai modelli di successo internazionali, avvantaggiandosi dell'esperienza maturata in tali contesti, così da renderla più semplice ed efficace nell'utilizzo, nonché più adatta alla prassi;
- prevedere un ulteriore allineamento della nuova disciplina dei **rimborsi anticipati** alla normativa europea sugli ELTIF, in modo da garantire un più elevato grado di flessibilità;
- prevedere un **allineamento alla normativa europea per i gestori EuVECA** per i quali sono ancora presenti nel nostro ordinamento elementi di gold plating;
- riconoscere a tutti i gestori sotto-soglia, anche quelli che hanno deciso di aderire al regime di piena autorizzazione (opt- in), la facoltà di optare per il regime di registrazione (**opt-out**) e facilitare le scelte di tali gestori nel periodo transitorio;
- prevedere alcuni interventi per una migliore efficienza del **regime delle SICAF**.

Si riportano di seguito maggiori dettagli in merito alle modifiche proposte.

## Proposte sullo schema di decreto legislativo di riforma del Testo Unico della Finanza

### **Suggerimenti sulla società di partenariato derivanti da esperienze internazionali**

L'introduzione di una soluzione analoga alle *limited partnership* adottate nelle giurisdizioni di altri Paesi ha sicuramente il pregio di avvicinare l'Italia alle esperienze internazionali e ha, come indicato nella relazione illustrativa, un importante valore segnaletico che amplia il ventaglio delle opportunità esistenti per attrarre capitali nel mercato dei private asset.

In tal senso, con l'obiettivo di ottenere la massima efficacia e diffusione di questa struttura nell'ambito degli investimenti di private equity e venture capital del patrimonio raccolto, si sottopone all'attenzione del legislatore il suggerimento di valutare, come alternativa all'utilizzo della c.d. S.a.p.A. (società in accomandita per azioni), quello della **società in accomandita semplice**.

Per meglio comprendere la *ratio* della proposta, è utile far riferimento anche 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 ci 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.

Il ricorso al modello della società in accomandita semplice andrebbe, inoltre, nella direzione di consentire ancor più di adattare lo schema organizzativo alle peculiarità concrete delle singole iniziative, esigenza che si apprezza essere stata colta dallo stesso legislatore laddove ha cercato di valorizzare significativamente l'autonomia statutaria (cfr. relazione illustrativa all'art. 35-novies.1) entro, tuttavia, i limiti derivanti inevitabilmente dal modello sociale della S.a.p.A al momento prescelto. Al riguardo si rileva, da un lato, che la flessibilità riconosciuta agli OICR in forma di fondo comune di investimento è massima e non si riscontrano problematiche rilevanti derivanti dall'assenza di un corpo organico preesistente disciplinante gli aspetti attinenti al funzionamento dei relativi organi di governo (e.g. assemblea dei partecipanti e comitati); dall'altro, che la personalità giuridica dell'organismo non ci pare rappresentare un elemento essenziale (come peraltro ancora una volta dimostrato dall'esperienza del fondo comune di investimento), in particolare in presenza proprio di quel binomio *general partner* (socio accomandatario) – *limited partner* (socio accomandante) di per sé sufficiente a rassicurare, in termini di limitazione di responsabilità, gli investitori.

L'utilizzo del modello S.a.p.A. rischierebbe invece di replicare le problematiche e la rigidità della struttura della SICAF che ha necessitato di progressivi interventi correttivi della disciplina per cercare di raggiungere la flessibilità del fondo comune di investimento che rimane, in ogni caso, il modello prevalente.

Sotto questo profilo, la società in accomandita semplice, che consente di mantenere il parallelismo tra le figure del *General Partner* e del *Limited Partner*, è soggetta a una disciplina di diritto societario più flessibile e risponde, di per sé, alla gran parte delle caratteristiche richieste dagli investitori internazionali, in quanto:

- è un veicolo considerato fiscalmente trasparente ai fini fiscali statunitensi;
- consente di predisporre la documentazione legale (ad esempio, il contratto sociale) garantendo un elevato livello di riservatezza;
- riduce i costi di gestione (ad esempio, non richiede la nomina del collegio sindacale) ed evita duplicazioni negli adempimenti informativi verso gli investitori, non essendo soggetta ai rigidi schemi del bilancio civilistico.

## Ulteriore flessibilità per i rimborsi anticipati in allineamento alla normativa ELTIF

La riforma interviene in modifica della disciplina delle **finestre di rimborso anticipato** per i FIA chiusi riservati. Il nuovo art. 39-novies del TUF al comma 4, infatti, amplia le possibilità di rimborso anticipato, che possono avvenire in deroga al principio di proporzionalità del rimborso pro-rata. In questo modo viene garantita una maggiore flessibilità per i FIA chiusi riservati, aprendo la strada a prodotti già affermati nel panorama internazionale come i fondi "semi-liquidi" (evergreen, permanent capital, etc.).

La riforma viene dunque accolta positivamente in quanto porta maggiore flessibilità all'interno dell'ordinamento nazionale. A tal proposito, garantire una possibilità di exit totale o parziale agli investitori è importante alla luce dell'attuale tendenza, legata alle evoluzioni di mercato, ad allungare il periodo di vita media dei fondi.

Si rileva e si apprezza il fatto che la modifica proposta è concretamente ispirata alla normativa ELTIF, rispetto alla quale, tuttavia, vi sono alcune differenze derivanti da limitazioni poste dal legislatore, in particolare in relazione al **periodo minimo di detenzione** e alla **percentuale rimborsabile**.

Pertanto, si ritiene di suggerire che la riforma potrebbe garantire una maggiore flessibilità allineando i seguenti punti alla normativa ELTIF (che, si ricorda, trova applicazione anche con riferimento a fondi non riservati):

- il periodo minimo di detenzione per i rimborsi anticipati è fissato a 36 mesi, mentre si potrebbe, come nel caso degli ELTIF, dare criteri generali, lasciando al gestore la decisione finale su quale sia effettivamente il limite corretto da prevedere;
- la percentuale rimborsabile è collegata solo all'ammontare degli attivi, mentre sarebbe opportuno, come previsto dal regolamento ELTIF, consentire di applicarla anche al flusso di cassa che ci si aspetta in via prudenziale – in modo ragionevolmente certo – nei 12 mesi successivi.

Sempre in linea con la normativa ELTIF e con la *ratio* dell'intervento legislativo sarebbe, inoltre, fondamentale, al fine di garantire un'effettiva fruibilità e successo della nuova flessibilità introdotta dalla riforma, **chiarire che l'investitore ha il diritto di chiedere il rimborso anticipato** (nel rispetto delle modalità e dei limiti previsti dal regolamento/statuto del FIA), indipendentemente quindi da una necessaria iniziativa del gestore (che invece è prevista nella

diversa fattispecie al comma 3(a)). In tal senso, all'interno del primo capoverso del comma 4 sarebbe necessario modificare l'inciso *“su iniziativa del gestore”* con le parole *“su richiesta dei partecipanti”*, o quantomeno esplicitare tale chiarimento direttamente nella relazione.

## Allineamento alla normativa europea per i gestori EuVECA

Con l'introduzione di un regime semplificato di registrazione per i gestori sotto-soglia, gli operatori che gestiscono Fondi Europei per il Venture Capital (EuVECA) rimangono soggetti alla normativa comunitaria di riferimento, ossia il Regolamento (UE) 345/2013. Nell'ottica di un maggiore allineamento con la normativa europea, considerato che tale aspetto costituisce un elemento di *gold plating*, si propone di **estendere il regime dei fondi riservati ai fondi con investitori retail che sottoscrivono 100.000 euro**, qualora tali fondi siano EuVECA. Di conseguenza, i fondi EuVECA sarebbero commercializzabili presso investitori cosiddetti *well-informed* che si impegnino a investire almeno 100.000 euro, in linea con l'art. 6 del Regolamento EuVECA.

## Introduzione della facoltà di opt-out

In generale, l'introduzione del regime di registrazione per i gestori sotto-soglia è un'evoluzione normativa particolarmente apprezzabile.

Quanto alle **limitazioni all'operatività dei gestori registrati**, sottolineiamo l'opportunità di assicurare che la categoria degli investitori retail che possono sottoscrivere fondi riservati gestiti da gestori registrati non richieda requisiti ulteriori per gli investitori con un impegno di sottoscrizione almeno pari a 500.000 euro (**eliminando, pertanto, l'ulteriore requisito patrimoniale di 5 mln di euro**, che rischierebbe di precludere la scelta di chiedere la registrazione ai gestori sotto-soglia che abbiano già avviato fondi in cui sono stati ammessi tali investitori).

Considerato il nuovo quadro normativo di riferimento e le possibili scelte di adeguamento della struttura organizzativa interna in relazione allo sviluppo dei piani strategici dei gestori, si ritiene opportuno riconoscere a tutti i gestori sotto-soglia, anche quelli che hanno effettuato l'opt-in in base al regime vigente, la facoltà di scegliere se rimanere, a tutti gli effetti, gestori autorizzati e abilitati in base alle regole del nuovo Testo Unico della Finanza, **ovvero di effettuare una scelta di opt-out**, verso il regime di mera registrazione.

Quanto alla prosecuzione del mandato gestorio per i fondi già avviati da un gestore sotto-soglia che scelga il regime di mera registrazione all'esito del periodo transitorio, si propone di **lasciare ai gestori la flessibilità di gestire tale processo** coinvolgendo gli investitori in conformità agli accordi raggiunti con gli stessi, eliminando il riferimento alla necessità di ottenere l'unanimità dei consensi, che potrebbe rivelarsi di difficile percorribilità.

## Interventi per una migliore efficienza del regime delle SICAF

Anche il regime applicabile alle SICAF è complessivamente apprezzabile. Riteniamo tuttavia opportuno suggerire alcuni interventi per assicurare la coerenza generale delle modifiche normative.

Con riferimento alla disciplina delle SICAF multicomparto, in controtendenza rispetto alle modifiche introdotte dalla legge n. 21 del 2024 che perseguiavano la ratio di allineamento della

disciplina di prodotto tra SICAF (eterogestite) e FIA contrattuali, sono stati introdotti diversi elementi che potrebbero invece far ritenere superato il modello delle SICAF multicomparto, tra cui:

- previsioni che minano il principio della piena segregazione patrimoniale tra i compatti, elemento centrale per gli investitori (ad esempio, per obbligazioni derivanti da fatto illecito, ovvero in caso di mancata menzione del comparto);
- con riferimento alla distribuzione di acconti sui dividendi, al fine di prevedere una sostanziale equiparazione dei FIA costituiti in forma societaria a quelli costituiti in forma contrattuale, è necessario eliminare i limiti quantitativi alla distribuzione di acconti sui dividendi derivanti dall'art. 2433-bis, comma 4, del codice civile; nei casi in cui l'incasso avviene in corso d'anno, la distribuzione potrebbe essere bloccata dal fatto che il bilancio relativo all'esercizio precedente potrebbe non evidenziare utili ovvero riserve disponibili sufficienti;
- eliminazione della previsione all'art. 35-bis comma 6-ter introdotta dalla legge n. 21 del 2024 in ottica di allineamento di prodotto con l'OICR contrattuale, in base al quale la distribuzione dei proventi relativi al singolo comparto può avvenire anche in assenza di utili complessivi della società.