

Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza

Intervento di Paolo Angelini
Vice Direttore generale della Banca d'Italia

Indirizzo di saluto al convegno
"La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio"

Centro Convegni Carlo Azeglio Ciampi
Roma, 30 gennaio 2026

1. Premessa

La riforma della disciplina del risparmio gestito è una parte importante della più ampia riforma del Testo unico della finanza (TUF). Il processo riformatore ha preso avvio con il rapporto *"Capital Market Review Italy 2020"* dell'OCSE, cui ha fatto seguito nel 2022 il Libro Verde del Ministero dell'economia e delle finanze su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita".

La Banca d'Italia ha dato il suo contributo alla riforma nell'ambito dell'apposito Comitato costituito dal Ministro dell'economia e delle finanze e coordinato dal Sottosegretario on. Freni, che aprirà la prima sessione del seminario.

Nel mio intervento richiamerò alcuni elementi di contesto utili a inquadrare la riforma, con un focus sul tema dell'innovazione, e passerò in rassegna alcune delle sue novità più salienti in materia di risparmio gestito.

2. L'innovazione in Europa e in Italia

L'Unione europea e l'Italia si caratterizzano per un livello relativamente basso di innovazione, uno dei principali motori della crescita della produttività. La Commissione europea parla a questo proposito di un vero e proprio "deficit di innovazione"¹. Le cause di questa situazione sono molteplici. Riassumo brevemente gli aspetti finanziari, su cui mi sono soffermato di recente².

¹ Commissione Europea (2025), ["Bussola per la competitività dell'UE"](#), Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, 29 gennaio 2025.

² P. Angelini, ["Innovazione e finanziamenti all'innovazione in Europa"](#), discorso introduttivo al convegno "Financing Growth and Innovation in Europe: Economic and Policy Challenges" organizzato dalla Banca d'Italia e dalla Florence School of Banking and Finance, Fiesole, 10-11 marzo 2025. Cfr. anche C. Scotti, ["Sostenere l'innovazione per innovare la finanza"](#), Milano, 16 gennaio 2026.

Il deficit di innovazione non è certamente dovuto a mancanza di risparmio: ogni anno circa 300 miliardi di euro di risparmi degli europei vengono investiti in mercati al di fuori dell'UE (è il riflesso dell'avanzo delle partite correnti che caratterizza l'UE).

Manca invece l'investimento del risparmio in capitale di rischio a sostegno delle imprese più innovative. Ciò è in parte dovuto alla struttura del sistema finanziario europeo, dove storicamente si osserva una preminenza del settore bancario e un peso relativamente ridotto di investitori istituzionali come le compagnie di assicurazione e i fondi pensione. Per varie ben note ragioni le banche non hanno un vantaggio comparato nel finanziamento dell'innovazione.

Ma anche tra gli investitori istituzionali, che invece dovrebbero avere gli incentivi e le competenze per privilegiare investimenti a lungo termine, illiquidi e ad alto rischio quali quelli necessari per finanziare l'innovazione, si registra in Europa un ridotto appetito per questa tipologia di progetti. È uno dei motivi per cui i fondi di venture capital (VC) e di private equity (PE), gli intermediari più orientati a finanziare l'innovazione e la crescita delle imprese, sono relativamente sottosviluppati. In Italia, il settore si colloca al di sotto della media europea sia per numero sia per dimensione degli operatori³.

È difficile individuare le ragioni profonde di questa situazione, in cui cause ed effetti si intrecciano. L'evidenza disponibile, sia a livello internazionale sia per vari paesi europei nell'ultimo decennio, mostra che gli investimenti pubblici sono cruciali per l'espansione del VC: il governo può fungere da investitore di riferimento per segnalare fiducia e attrarre capitali privati. In Italia un importante ruolo propulsivo viene svolto dalla Cassa Depositi e Prestiti, spesso in partenariato con investitori privati (un esempio di questi giorni è il lancio del Fondo nazionale strategico indiretto). E in effetti questo maggiore attivismo dei governi si è associato in Europa a una crescita del settore.

Allo stesso tempo, l'intervento pubblico non è garanzia di successo; deve essere attentamente progettato e perfezionato man mano che il settore progredisce, andando oltre la semplice offerta di capitale.

All'insufficiente sviluppo del VC in Europa e in Italia può aver contribuito anche la ridotta propensione al rischio delle famiglie europee. In un'indagine campionaria di qualche anno fa, oltre il 70 per cento delle famiglie dichiarava di non essere disposto a correre alcun rischio finanziario, contro il 40 per cento degli Stati Uniti⁴. Se gli investitori istituzionali ricevono mandati molto prudenti dalla clientela non possono orientarsi su investimenti a rischio più elevato, sebbene sia ben noto che con una adeguata diversificazione e su un orizzonte di lungo periodo tali investimenti siano più redditizi.

³ R. Gallo, F. M. Signoretti, I. Supino, E. Sette, P. Cantatore e M. L. Fabbri (2025), ["The Italian venture capital market"](#), Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) N° 919.

⁴ K. Bekhtiar, P. Fessler and P. Lindner (2019), ["Risky assets in Europe and the US: risk vulnerability, risk aversion and economic environment"](#), ECB Working Paper Series No 2270. Peraltro, la scelta se detenere attività rischiose appare assai meno difforme tra le due aree, tenendo conto della composizione socio-economica della popolazione.

Nel lungo periodo, l'educazione finanziaria può rendere le famiglie più consapevoli di queste opportunità, mitigando gli effetti di questo fattore. È dunque importante che essa sia stata resa obbligatoria nelle scuole italiane di tutti i gradi, e che la riforma del TUF riconosca esplicitamente il suo ruolo per la tutela degli investitori.

La riforma del TUF si inserisce nel quadro delle recenti iniziative dell'Unione europea per sostenere il contributo dei mercati finanziari all'innovazione e alla crescita della produttività. La "Savings and Investments Union (SIU)" tenta di rilanciare l'ambizioso programma di Unione dei mercati dei capitali (CMU) varato nel 2015. Peraltro, il progetto al momento non affronta alcuni temi chiave che già avevano contribuito all'insuccesso della CMU, quali la mancanza di armonizzazione dei plessi normativi nazionali degli Stati membri dell'UE in materia di diritto societario e fallimentare, di offerte pubbliche, di fisco, di standard contabili⁵.

3. La riforma del risparmio gestito

Queste considerazioni suggeriscono che sarebbe illusorio pensare che la riforma del TUF, per la parte oggetto del convegno odierno, possa fornire un contributo determinante alla risoluzione del problema del deficit di innovazione in Italia. Essa tuttavia rimuove una serie di stratificazioni normative succedutesi negli anni, che hanno gradualmente fatto perdere chiarezza e coerenza al TUF del 1998. Coglie inoltre alcune opportunità di semplificazione offerte dalla legislazione dell'Unione. Infine, introduce numerose importanti novità. In questa sede mi soffermerò brevemente sulla creazione del regime di registrazione per i gestori cosiddetti "sotto soglia"; sull'introduzione delle società di partenariato; sull'attribuzione alle casse previdenziali dello status di investitore professionale.

Gli intermediari del risparmio gestito di minori dimensioni (i cosiddetti "sotto soglia"⁶) potranno operare secondo regole molto semplificate, subordinatamente a una mera registrazione. In sintesi, viene meno per questi intermediari una vigilanza di tipo micro-prudenziale e di trasparenza e correttezza. Essi dovranno comunque rispettare la normativa antiriciclaggio e sottostare ai controlli necessari per verificare il permanere delle condizioni per la registrazione e per contenere il rischio sistematico; a tali fini le autorità di vigilanza continueranno a esercitare alcuni poteri di controllo e verifica,

⁵ Sulla molteplicità delle barriere all'investimento nei settori innovativi nell'Unione, si veda Civitta, Bourse Consult and EBAN (2025), "[Study of barriers to, and drivers of, the scaling-up of funds investing in innovative and growth companies](#)", che fa parte dei lavori della SIU.

⁶ Si tratta di soggetti con attivi in gestione inferiori a 500 milioni di euro (qualora operino senza fare ricorso alla leva finanziaria e non consentano agli investitori l'esercizio del diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale) o a 100 milioni (in mancanza delle predette condizioni).

anche di natura ispettiva⁷. L'investimento tramite gli intermediari sotto soglia rimarrà riservato a investitori professionali o con conoscenze e capacità finanziarie elevate.

Il nuovo regime per i gestori sotto soglia appare ben motivato e strutturato, sia perché negli anni si è registrato un numero relativamente ridotto di crisi e di episodi di patologia tra gli operatori del settore, sia perché allinea il nostro ordinamento a quello dei principali paesi europei⁸, e potrebbe favorire l'ingresso nel mercato di intermediari attivi nel VC e nel PE, dei quali l'Italia ha bisogno. La riforma permetterà inoltre a soggetti come i *club deal* e i *family offices* di operare in un quadro di piena legalità giuridica, secondo regole snelle e proporzionate alla loro attività.

La riforma aggiunge alle strutture giuridiche tipiche del risparmio gestito quella dell'accomandita tipica delle società di partenariato (SP). Le SP saranno organismi chiusi e riservati a investitori professionali o con conoscenze e capacità finanziarie elevate che intendano investire nel VC e nel PE.

Semplificando, questo modello può essere visto come un ibrido tra la forma giuridica della SICAF e quella della SGR. Come nelle SICAF, nella SP gli investitori, in quanto soci, possono influire su importanti decisioni societarie. Inoltre, l'ampia autonomia statutaria in materia patrimoniale consente alla SP di adattare le forme di raccolta e di investimento alle esigenze degli investitori. Per contro, la forma dell'accomandita assicura ai gestori della società (soci accomandatari/*general partners*) l'autonomia dagli investitori (soci accomandanti/*limited partners*), avvicinando in qualche misura il modello della SP a quello della SGR⁹.

Non mi addentro nei vantaggi e svantaggi di questa e delle altre forme societarie, oggetto di dibattito tra gli esperti. Saranno gli investitori a scegliere in base ai propri obiettivi. Il fatto che le SP siano state modellate sulle *limited partnership*, forma giuridica ampiamente diffusa all'estero nei settori del VC e del PE, potrebbe renderle particolarmente attraenti per gli investitori internazionali.

⁷ Cfr. l'art. 46(2) dell'AIFMD e l'art. 35-*sexiesdecies* del TUF. Un regime di regolamentazione semplificata per i gestori del risparmio di piccole dimensioni era stato introdotto nel 2019 con la Società di investimento semplice (SiS), che viene abolita dalla riforma. Le SiS sono SICAF che investono esclusivamente in piccole e medie imprese di nuova costituzione e che, a differenza dei gestori sotto soglia, possono essere rivolte anche a un pubblico non professionale. Al loro scarso successo (in 6 anni ne sono state create 4) ha probabilmente contribuito il limite alla scala dimensionale, inizialmente molto contenuto (il patrimonio non può superare i 50 milioni di euro; 25 milioni fino al 2024). Potrebbe aver avuto un ruolo anche l'impianto normativo, connotato da scarni controlli e da una base legale non solida.

⁸ In Germania, Francia, Olanda, Irlanda, Spagna, i gestori sotto soglia sono quasi interamente soggetti a registrazione, specie se gestiscono fondi riservati a un pubblico professionale, e a limitata attività di vigilanza.

⁹ La netta distinzione tra *limited* (accomandanti) e *general* (accomandatari) partners assicura a questi ultimi notevole certezza per quanto attiene la loro autonomia gestionale (pur nel sostanziale allineamento degli interessi economici), superando i dubbi che possono porsi nelle Sicaf e che implicano costi transattivi.

Infine, la riforma del TUF sancisce definitivamente l'inclusione delle Casse previdenziali private tra gli investitori professionali di diritto¹⁰. Finora, le Casse potevano essere considerate investitori professionali facendone richiesta, a condizione di soddisfare determinati requisiti di conoscenza finanziaria e operatività corrente¹¹. La nuova disciplina solleva le Casse, e gli intermediari di cui si avvalgono, dall'onere della verifica dei suddetti requisiti. Dovrebbe inoltre ridurre il contenzioso che in passato ha talvolta caratterizzato i rapporti con gli intermediari¹². Rafforza infine l'esigenza per le Casse di dotarsi di un adeguato livello organizzativo e di competenze professionali; ciò potrebbe incoraggiarle a svolgere un ruolo più attivo nei fondi dei gestori sotto soglia e nelle società di partenariato¹³. È auspicabile che la normativa secondaria relativa al governo dei rischi degli investimenti delle Casse venga finalizzata al più presto.

4. Conclusioni

La riforma del TUF, per la parte che concerne il risparmio gestito, non implica mutamenti radicali in un settore che nel complesso non presenta particolari vulnerabilità, ma introduce numerose importanti novità.

Vorrei concludere con un caveat sull'esenzione dalla vigilanza degli intermediari sotto soglia, richiamando un'esperienza legislativa con caratteristiche analoghe attuata nel 1991. All'epoca venne creato un regime a due livelli per gli intermediari finanziari: i soggetti minori venivano iscritti nell'elenco generale dell'articolo 106 del TUB ed assoggettati a poche regole essenziali, ispirate a esigenze di antiriciclaggio; nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del TUB venivano invece iscritti gli intermediari più importanti, soggetti a un regime analogo a quello della vigilanza bancaria. Negli anni successivi, tra i "106" si registrarono diffusi fenomeni di illegalità e di crisi, che determinarono l'uscita dal mercato di molti di loro¹⁴. Gli operatori della finanza e i commentatori faticarono a comprendere

¹⁰ Art. 1, comma 1, lett. m-undecies del TUF. Il Regolamento Intermediari della Consob definisce "professionale" un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume.

¹¹ Più precisamente, l'art. 15 della legge Capitali del marzo 2024 aveva incluso le Casse tra le "controparti qualificate" degli intermediari abilitati, ai soli fini della prestazione dei servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti stessi, di negoziazione per conto proprio e della ricezione e trasmissione di ordini; la riforma del TUF qualifica inoltre le Casse come "investitori professionali di diritto" ai fini della prestazione dei restanti servizi d'investimento.

¹² La riforma attenua il peso che la qualifica di investitore professionale a richiesta ha avuto in passato nell'apprezzamento che i giudici hanno fatto della situazione complessiva che dovevano decidere.

¹³ Gli investimenti in fondi di PE e VC residenti in Italia, in Stati dell'UE o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, che investono prevalentemente in imprese residenti in questi stati e con stabile organizzazione in Italia, rientrano tra i cosiddetti "investimenti qualificati" che ai sensi della Legge 232/2016 danno diritto a esenzioni dall'imposta sul reddito. L'agevolazione è riconosciuta nei limiti del 10 per cento dell'attivo delle casse. A fine 2024 gli investimenti delle Casse che usufruivano delle suddette agevolazioni fiscali ammontavano a 6,3 miliardi di euro, pari al 7,5 per cento delle attività complessive. Gli investimenti qualificati in OICR di tipo mobiliare (tra cui fondi di PE e VC) non superavano il miliardo di euro (questo dato comprende anche investimenti in fondi gestiti da gestori sopra soglia).

¹⁴ Nel 2010 il legislatore riformò l'intero settore, de facto ripristinando un regime di vigilanza prudenziale sui 106.

che le Autorità di vigilanza avevano poteri molto limitati su questi intermediari. In sintesi, non si capì la differenza tra un regime di registrazione e uno di vigilanza.

C'è una differenza importante tra questa esperienza e il regime di registrazione introdotto dall'odierna riforma del TUF: i vecchi intermediari "106" operavano nei confronti di qualsiasi tipo di clientela, compresa quella al dettaglio, mentre l'accesso agli intermediari sotto soglia è consentito solo agli investitori professionali e ai clienti con conoscenze e capacità finanziarie elevate. Ciononostante, la vicenda dei "106" contiene una lezione: a maggiori spazi rimessi agli intermediari corrisponde una accresciuta responsabilità nei confronti della clientela, la quale – in relazione al grado di professionalità e alle proprie capacità finanziarie – è a sua volta chiamata ad assumere il controllo di una serie di rischi, non solo strettamente finanziari¹⁵.

Il seminario di oggi dà la parola a chi ha contribuito a elaborare la riforma stessa, per concludere con un panel nel quale gli attori del mercato potranno esprimere una loro valutazione. È una importante occasione per far emergere eventuali suggerimenti, dato che la legge delega consente integrazioni e correzioni alla riforma.

Auguro a tutti voi una fruttuosa discussione.

¹⁵ Non a caso, l'articolo 35-*quaterdecies*, comma 9, del TUF impone ai gestori sotto soglia di menzionare nei loro atti, nella loro corrispondenza e nelle comunicazioni pubblicitarie "che non sono autorizzati dalla Banca d'Italia né sottoposti alla vigilanza di sana e prudente gestione della Banca d'Italia e alla vigilanza di trasparenza e correttezza della Consob".

