

La nuova società di partenariato e la relativa disciplina: profili introduttivi



1. Introduzione

Come già anticipato in una nostra precedente newsletter¹, il Decreto Legislativo 27 marzo 2026, n. 47, attuativo della delega di cui all'art. 19 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (cd. "**Legge Capitali**") (di seguito il "**Decreto**") ha modificato l'art. 1 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("**TUF**"), in ottica di modernizzazione del diritto dei mercati finanziari, ampliando l'ambito di applicazione della disciplina gestione collettiva del risparmio anche a nuovi modelli organizzativi.

In tale contesto s'inserisce la nuova nozione di "società di partenariato", definita quale "*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*"².

¹ V. ["Il D. LGS. 27 marzo 2026, n. 47 tra innovazione normativa e continuità sistematica"](#)

² Con riferimento a tale definizione, occorre precisare che per OICR si intende un organismo avente ad oggetto il servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio, raccolto presso una pluralità di investitori mediante emissione e offerta di quote o azioni, è gestito in forma collettiva nell'interesse degli investitori stessi, in autonomia rispetto a questi ultimi e secondo una politica di investimento predeterminata.

Si segnala che il Decreto ha modificato la definizione di "Organismo di investimento collettivo del risparmio", eliminando il riferimento a "*strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili*", sostituendoli con le "*attività di cui all'art. 39-bis [TUF]*". Dunque, la nuova definizione rimanda ad un'elencazione analitica delle attività in cui può investire l'OICR, distinguendo tra strumenti finanziari negoziati e non, includendo espressamente i depositi bancari, i titoli rappresentativi di crediti e specifiche categorie di beni immobiliari.

Le società di partenariato si caratterizzano in particolare per avere ad oggetto esclusivo l'attività di *private equity* e *venture capital*, ossia l'attività d'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, realizzata mediante strumenti partecipativi, titoli di debito o altre forme equivalenti di finanziamento. Rientrano in questa attività, oltre agli investimenti effettuati in imprese prima della loro ammissione alla quotazione, anche gli eventuali investimenti successivi effettuati nelle medesime imprese dopo la quotazione, purché si pongano in continuità con gli investimenti originariamente realizzati nelle società quando queste non erano ancora quotate³.

2. Brevi cenni alla società di partenariato a gestione interna ed esterna

Sebbene la società di partenariato conservi la qualifica di OICR chiuso, il Decreto ha introdotto espressamente due possibili modelli di gestione – la gestione “interna” e la gestione “esterna” mutuati dalla disciplina della gestione collettiva del risparmio e tradizionalmente estranei al diritto societario.

Gli OICR si distinguono poi tra “aperti”, che prevedono il diritto dei partecipanti all'organismo di chiedere il rimborso delle proprie quote o azioni a valere sul patrimonio degli stessi, e “chiusi” – quali le società di partenariato – che non prevedono tale diritto

³ Si segnala che tale definizione di *private equity* e *venture capital* è stata inserita dal Decreto all'art. 1, lett. i-*quater*.6 del TUF.

⁴ Secondo la definizione contenuta nella Direttiva 2011/61/UE (c.d. “**Direttiva AIFM**”) del Parlamento Europeo e del Consiglio, i FIA sono organismi di investimento

Tale distinzione risponde all'esigenza, tipica dei Fondi di Investimento Alternativi (“**FIA**”)⁴, di distinguere tra il veicolo di investimento e il soggetto che esercita professionalmente la funzione gestoria. È pertanto evidente il richiamo, sotto il profilo concettuale, a forme societarie di c.d. *limited partnership*, diffuse nei principali ordinamenti europei, caratterizzate da due tipologie di *partner*: i *limited partners*, investitori limitatamente responsabili, ed i *general partners*, dotati di poteri gestori, responsabili illimitatamente e generalmente operativi, a livello gestionale, attraverso una *management company* terza.

Nel modello a gestione interna, la società di partenariato assume direttamente la qualifica di gestore del FIA esercitando direttamente l'attività d'investimento, previa autorizzazione della Banca d'Italia, sentita la Consob.

Tale modello è definito ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera i-*quater*.2 del TUF quale “*la società di partenariato che gestisce direttamente il proprio patrimonio*”.

Tale società si articola, a sua volta, in due sottotipi:

- il primo è il modello c.d. “autorizzato”, descritto dall'articolo 1, comma 1, lett. i-*quater*.3, in cui la società è iscritta all'albo dei gestori di FIA di cui all'art. 35-*novies*.2 TUF;

collettivo che raccolgono capitali presso una pluralità di investitori con lo scopo di investirli secondo una politica di investimento predeterminata nell'interesse dei medesimi investitori e che, al contempo, non sono soggetti all'autorizzazione prevista dall'articolo 5 della Direttiva 2009/65/CE. Si segnala che il Decreto ha introdotto all'art. 1, lett. m-*ter* del TUF la definizione di “FIA italiano”, ossia il fondo comune di investimento, la SICAV, la SICAF e la società di partenariato rientranti nella Direttiva AIFM.

- il secondo è il modello “sotto soglia registrato”, nel quale la società è iscritta al registro dei GEFIA sotto soglia previsto dall’art. 35-*quaterdecies* TUF, tenuto dalla Banca d’Italia su istanza della società interessata.

Quindi, nella società di partenariato a gestione interna, la società stessa esercita direttamente l’attività di gestione dell’investimento collettivo e assume i tratti di un gestore regolato, con discrezionalità compressa da obblighi pubblicistici e dalla vigilanza della Banca d’Italia.

Nel modello a gestione “esterna”, descritto invece dall’art. 1, comma 1, lett. i-*quater*.5, la società mantiene la natura di FIA, affidando tuttavia la gestione a un soggetto esterno autorizzato e assumendo dunque una funzione marcata di veicolo di investimento. A tal fine, la gestione è necessariamente affidata ad una Sgr autorizzata, un gestore di fondi EuVECA, un gestore di fondi EuSEF o un GEFIA UE. Pertanto la qualità di accomandatario, che nella società in accomandita per azioni implica necessariamente l’esercizio della gestione, viene in parte istituzionalizzata: l’accomandatario non coincide più con il gestore funzionale, ma assume un ruolo di presidio, dovendo di fatto controllare e vigilare sull’operato del gestore esterno.

3.1. La società di partenariato a gestione interna: procedimento autorizzativo, forma societaria e oggetto sociale

La disciplina della società di partenariato a gestione interna è regolata dagli artt. 35-*novies*.1 – 35-*novies*.6 del TUF.

L’art. 35-*novies*.1 TUF disciplina il procedimento autorizzativo della società di partenariato in gestione interna, attribuendo alla Banca d’Italia, sentita la Consob, il potere di autorizzare la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

La norma richiede l’adozione della forma della società in accomandita per azioni, con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, nonché il possesso di requisiti patrimoniali, organizzativi e di trasparenza degli assetti proprietari.

Particolarmente rilevante appare la previsione dell’oggetto sociale esclusivo, limitato all’investimento collettivo nelle forme del *private equity* e del *venture capital*. La raccolta del patrimonio è inoltre riservata agli investitori professionali, confermando la natura specialistica del modello.

La disposizione introduce altresì la possibilità di costituire comparti autonomi sotto il profilo patrimoniale, secondo una logica tipica dei FIA multi-comparto.

3.2. (Segue): l’Albo tenuto presso la Banca d’Italia e la vigilanza nazionale ed europea

L’art. 35-*novies*.2 TUF prevede l’istituzione di un apposito albo delle società di partenariato in gestione interna tenuto dalla Banca d’Italia.

La disposizione conferma la natura vigilata del nuovo modello, imponendo alle società di indicare negli atti e nella corrispondenza gli estremi dell'iscrizione all'albo.

La norma disciplina, inoltre, il coordinamento informativo tra Banca d'Italia, Consob ed ESMA⁵, inserendo stabilmente la società di partenariato nel sistema europeo della vigilanza sui FIA.

3.3. (Segue): l'autonomia statutaria

L'art. 35-*novies*.3 TUF introduce una disciplina ampiamente derogatoria rispetto al diritto societario comune, attribuendo un ruolo centrale all'autonomia statutaria.

Lo statuto può infatti disciplinare i diritti patrimoniali dei soci, i limiti alla trasferibilità delle partecipazioni, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi e la costituzione di comparti segregati, ossia sezioni separate del portafoglio del fondo, create per isolare e gestire specifici *asset* illiquidi, problematici o di difficile valutazione.

Significativa appare anche la possibilità di effettuare versamenti del capitale in più soluzioni, a seguito dell'impegno del socio di effettuare i versamenti su richiesta della società stessa in base alle esigenze di investimento.

⁵ La *European Securities and Markets Authority* ("ESMA") è l'autorità di vigilanza dell'Unione Europea competente per i mercati finanziari. È stata istituita dal

La disposizione vieta inoltre l'emissione di obbligazioni, coerentemente con la centralità del capitale di rischio negli investimenti alternativi.

3.4. (Segue): le modifiche allo statuto e il diritto di recesso del socio

L'art. 35-*novies*.4 TUF disciplina le modifiche statutarie e il diritto di recesso, introducendo deroghe rispetto alla disciplina ordinaria della S.a.p.A.

La norma attribuisce maggiore spazio all'autonomia statutaria nella determinazione dei *quorum* assembleari, fermo restando il consenso unanime dei soci accomandatari.

Il diritto di recesso viene inoltre limitato a ipotesi tassative, quali la modifica significativa dell'oggetto sociale, la trasformazione della società o il trasferimento della sede all'estero.

Le limitazioni all'esercizio del diritto di recesso appaiono coerenti con la natura illiquida e di lungo periodo degli investimenti in *private equity* e *venture capital*.

3.5. (Segue): lo scioglimento della società

L'art. 35-*novies*.5 TUF disciplina la fase di scioglimento e liquidazione della società di partenariato, prevedendo specifici

Regolamento UE n. 1095/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio e ha sede a Parigi.

obblighi di comunicazione nei confronti della Banca d'Italia e della Consob.

La disposizione attribuisce inoltre alla Banca d'Italia poteri di controllo sia sui piani di smobilizzo – ossia i programmi di dismissione e realizzo delle attività della società in liquidazione, volti alla conversione del patrimonio sociale in liquidità ai fini del soddisfacimento dei creditori e del successivo riparto dell'eventuale residuo – su quelli di riparto predisposti dai liquidatori.

Anche nella fase di dissoluzione dell'ente emerge quindi la natura vigilata del modello e la sua vicinanza sistematica ai FIA e alla disciplina della gestione collettiva del risparmio.

3.6. (Segue): il rinvio alle norme del codice civile in materia di S.a.p.A.

L'art. 35-*novies*.6 TUF svolge una funzione di coordinamento tra la disciplina speciale e il diritto societario comune.

La norma prevede infatti che le disposizioni del codice civile in materia di società in accomandita per azioni trovino applicazione soltanto “*in quanto compatibili*” con la disciplina speciale introdotta dal TUF.

Ne deriva un modello nel quale la disciplina codicistica opera in via residuale, mentre assumono carattere prevalente le esigenze di vigilanza prudenziale e di gestione collettiva del risparmio proprie del diritto dei mercati finanziari. In tale

contesto, il diritto societario comune, pur operando in via residuale e per rinvio, assolve alla funzione di delineare i tratti essenziali dell'ente.

4. Disciplina della società di partenariato a gestione esterna

L'art. 38-*bis* TUF introduce la disciplina delle società di partenariato in gestione esterna. Pur condividendo i tratti generali della disciplina delle società a gestione interna, questa presenta specificità significative, a partire dall'assenza di un regime autorizzatorio.

La società deve adottare la forma di S.a.p.A. con sistema tradizionale di amministrazione e controllo e prevedere come oggetto sociale esclusivo l'investimento collettivo in *private equity* e *venture capital*. La denominazione sociale deve contenere l'indicazione “*società di partenariato in accomandita per azioni in gestione esterna*”. L'attività di gestione è affidata a un gestore esterno e lo statuto deve indicare la società designata, definire procedure per la continuità operativa in caso di sostituzione e prevedere accordi che garantiscano al consiglio di amministrazione l'accesso a documenti e informazioni necessari alla verifica degli obblighi. Anche in questo caso è possibile la costituzione di comparti autonomi sotto il profilo patrimoniale.

Come detto, ai sensi del novellato art. 1, comma 1, lett. i-*quater*.5 del TUF, la società di partenariato può designare ai fini della

gestione del fondo esclusivamente soggetti professionali già qualificati.

Il gestore esterno deve infatti rientrare in una delle seguenti categorie: SGR autorizzata, un gestore di fondi EuVECA, un gestore di fondi EuSEF, oppure un GEFIA UE ai sensi dell'art. 38-*bis* del TUF.

Trattandosi, dunque, di soggetti già inseriti nel perimetro della vigilanza europea e nazionale, dotati dei requisiti patrimoniali, organizzativi e di *governance* richiesti per l'esercizio professionale dell'attività di gestione collettiva del risparmio, si comprende la ragione per cui la società di partenariato a gestione esterna non sia stata sottoposta al regime della preventiva autorizzazione da parte della Banca d'Italia per l'esercizio della gestione collettiva del risparmio, essendo infatti tale funzione integralmente imputata a un soggetto terzo già abilitato e vigilato.

Il gestore esterno è infatti responsabile del rispetto dei doveri previsti per l'attività di gestione collettiva, anche nei confronti delle Autorità di vigilanza, cui restano attribuiti poteri informativi e ispettivi.

Infine, in caso di scioglimento del contratto o di liquidazione del gestore esterno, è previsto che il consiglio di amministrazione debba convocare l'assemblea per deliberare la sostituzione o la gestione diretta; se entro due mesi non si provvede, si procede allo scioglimento della società.

5. Conclusioni

Con l'introduzione della disciplina delle società di partenariato nel TUF, si è realizzato un interessante e inedito punto d'intersezione tra diritto societario e disciplina della gestione collettiva del risparmio.

La forma della società in accomandita per azioni – tipo societario poco utilizzato nella prassi e rivelatosi spesso inefficiente – viene piegata a logiche regolatorie, per cui l'accomandatario cessa di essere l'imprenditore per assumere i tratti di un gestore vigilato, con obblighi di condotta e presidi organizzativi che trovano la propria fonte nella regolazione di settore.

In secondo luogo, la finalizzazione dei modelli a gestione interna ed esterna conferma la volontà del legislatore delegato di offrire agli operatori un'architettura flessibile, capace di adattarsi alle diverse esigenze del mercato del *private equity* e del *venture capital*: nel primo caso la società è insieme veicolo e gestore, mentre nel secondo caso resta veicolo di investimento, con funzione gestoria affidata ad un soggetto terzo autorizzato.

Fuori dai vincoli stabiliti dal TUF e dal rinvio alla disciplina codicistica, emerge comunque l'ampio spazio riconosciuto all'autonomia statutaria, che dovrebbe permettere una significativa adattabilità operativa nella gestione di investimenti a lungo periodo.

Tuttavia, il richiamo ad una società poco diffusa nella prassi, e il relativo allontanamento di disciplina dal tipo societario, indurrà verosimilmente gli operatori ad adottare un atteggiamento prudente, con il rischio che il numero di società di partenariato rimanga esiguo.

Prof. Avv. Matteo Vitali
matteo.vitali@gvalex.it

Avv. Matteo Miramondi
matteo.miramondi@gvalex.it

Dott. Pietro Borelli
pietro.borelli@gvalex.it

Dott. Riccardo Erdas
riccardo.erdas@gvalex.it



GRECO VITALI
ASSOCIATI

gvalex.it