

APPROFONDIMENTI

# La società di partenariato nella riforma del TUF

Una nuova stagione dell'accomandita per azioni

Febbraio 2026

**Maurizio Irrera**, Professore ordinario di Diritto commerciale, Università degli Studi di Torino





**Maurizio Irrera**, Professore ordinario di Diritto commerciale, Università degli Studi di Torino

**> Maurizio Irrera**

Maurizio Irrera è Professore ordinario di diritto commerciale presso il Dipartimento di Scienze Economico-Sociali e Matematico-Statistiche dell'Università degli Studi di Torino. Presidente del Centro Crisi – Centro di Ricerca Interdipartimentale su Impresa, Sovraindebitamento e Insolvenza dell'Università degli Studi di Torino.

**\* 1. La scelta di introdurre la società di partenariato e la logica complessiva della riforma**

Lo schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri l'8 ottobre, adottato in attuazione della delega contenuta nell'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali), interviene in modo organico sulle disposizioni del Testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e su alcune norme del codice civile applicabili agli emittenti. L'intervento, pur articolato su una pluralità di profili, rivela un presupposto di fondo chiaramente percepibile: l'esigenza di dotare il mercato italiano di strumenti giuridici capaci di dialogare con prassi e formule organizzative già largamente sperimentate in altri ordinamenti nel settore degli investimenti alternativi, e segnatamente in quelle strutture che presuppongono una separazione netta tra funzione gestoria e apporto di capitale.

È in tale cornice che si colloca l'introduzione della società di partenariato. Il modello viene concepito come veicolo destinato alla gestione collettiva del risparmio, idoneo a organizzare investimenti nella forma di *private equity* e *venture capital* secondo una logica che privilegia, da un lato, la stabilità del soggetto gestore e, dall'altro, la posizione essenzialmente finanziaria degli investitori. L'idea, in sé lineare, è che l'ordinamento italiano debba poter offrire un contenitore giuridico in grado di riprodurre un assetto che, sul piano comparato e della prassi internazionale, è divenuto quasi paradigmatico: un nucleo gestorio ristretto, professionalizzato e stabile, contrapposto a una platea di partecipanti al capitale estranei alle scelte gestionali e interessati soprattutto al rendimento dell'investimento.

Il punto, tuttavia, non è semplicemente l'introduzione di un nuovo "prodotto" regolatorio. Il punto è la tecnica utilizzata per introdurlo. La riforma non importa un modello straniero in forma diretta, né crea *ex novo* un tipo societario autonomo nel codice civile; sceglie invece di incardinare la nuova figura su un tipo codicistico preesistente, notoriamente poco frequentato dalla prassi, ossia la società in accomandita per azioni. Tale scelta, che può apparire sorprendente a un primo sguardo, manifesta in realtà una precisa strategia di coerenza sistematica: utilizzare un modello già noto all'ordinamento, la cui struttura è geneticamente fondata sulla distinzione tra soci gestori e soci investitori, per riprodurre in forma "tipica" un assetto funzionale oggi richiesto dal mercato degli investimenti alternativi.

\* Il presente lavoro contiene alcune riflessioni che l'Autore ha ulteriormente sviluppato in un articolo in corso di pubblicazione nella *Rivista di diritto societario*.



In questa prospettiva, la società di partenariato si presenta come punto di convergenza tra due esigenze che normalmente entrano in tensione. Da un lato, l'esigenza di competitività e allineamento alle prassi internazionali; dall'altro, l'esigenza di non recidere il legame con le categorie del diritto societario interno, evitando trapianti istituzionali che rischierebbero di restare corpi estranei. L'intervento del legislatore, per così dire, non innova radicalmente sul piano delle forme, ma dimostra come l'evoluzione del diritto dei mercati finanziari possa passare anche attraverso l'adattamento funzionale di strutture giuridiche tradizionali, valorizzandone tratti che la prassi aveva lasciato in ombra.

## **2. Tipicità societaria e "riscrittura dall'esterno": la società di partenariato come declinazione speciale della S.a.p.A.**

L'introduzione della società di partenariato nel TUF si colloca entro un processo di progressiva erosione del principio di tipicità societaria, inteso nel suo senso classico di numero chiuso e rigidità dei modelli. Pur senza dichiararlo espressamente, il legislatore delegato utilizza una riforma di diritto finanziario per incidere indirettamente sul sistema dei tipi codicistici, introducendo una figura che non è un nuovo tipo in senso proprio, ma neppure una mera applicazione settoriale di regole finanziarie a un soggetto preesistente. Essa è, più precisamente, una declinazione speciale della società in accomandita per azioni, nella quale alcuni tratti essenziali del tipo codicistico vengono conservati, mentre altri vengono modulati, compressi o disapplicati in funzione della finalità perseguita dalla disciplina del TUF.

Il dato è di particolare rilievo perché illumina una trasformazione metodologica: i tipi codicistici vengono sempre più spesso trattati come strutture flessibili, suscettibili di "variazioni" purché non ne venga compromessa la riconoscibilità di fondo. In tale prospettiva, la società di partenariato rappresenta un esempio avanzato di tipicità attenuata o tipicità per moduli. Il tipo codicistico funge da telaio: la riforma si innesta su di esso attraverso rinvii selettivi, disapplicazioni e integrazioni; il risultato non è una S.a.p.A. ordinaria "con in più" un'attività finanziaria, ma un organismo di investimento collettivo in forma societaria, soggetto a vincoli di oggetto, vigilanza e regole prudenziali, in cui la disciplina societaria civilistica opera come disciplina suppletiva e solo "in quanto compatibile".

È significativo che la S.a.p.A. sia rimasta sostanzialmente ai margini del dibattito riformatore per lungo tempo. La riforma del 2003 intervenne incisivamente su S.p.A. e S.r.l., ma non dedicò alla S.a.p.A.

un ripensamento specifico, mantenendone la collocazione codicistica senza rielaborarne funzione e disciplina. Tale silenzio legislativo contribuì a consolidare l'immagine della S.a.p.A. come tipo "minore", trascurato e scarsamente rilevante. Proprio questa marginalità, tuttavia, spiega la scelta odierna: un tipo poco usato è, per definizione, più "disponibile" a essere riconvertito. La riforma non si limita dunque a recuperare la S.a.p.A.; la utilizza come laboratorio in cui diritto societario e diritto finanziario vengono combinati senza introdurre un tipo del tutto nuovo nel codice civile.

## **3. Alle origini dell'accomandita per azioni: la funzione di raccolta del risparmio come risposta al controllo pubblico**

Per comprendere la nuova figura occorre ricostruire, sia pure in forma sintetica, le ragioni per cui la società in accomandita per azioni nacque e, soprattutto, la funzione che originariamente svolse. La genesi dell'istituto è indissolubilmente legata al diritto commerciale francese dell'inizio del XIX secolo, in particolare al Code de commerce del 1807, che introdusse la *société en commandite par actions* in un contesto segnato dalla diffidenza del potere pubblico nei confronti della raccolta del risparmio privato. La società anonima era un tipo eccezionale, subordinato alla previa autorizzazione governativa: autorizzazione che rispondeva, soprattutto, a un'esigenza di controllo politico sul nuovo ceto imprenditoriale.

È in questo quadro che la società in accomandita per azioni si presenta come soluzione di compromesso: consente la raccolta di capitali su base azionaria senza passare per il vaglio dell'autorizzazione governativa. Il meccanismo di tutela non è più pubblicistico e preventivo, ma privatistico: gli investitori vengono protetti dalla responsabilità illimitata degli accomandatari, ossia di coloro che amministrano la società e rispondono con il proprio patrimonio delle obbligazioni sociali. In luogo della garanzia offerta dallo Stato attraverso l'autorizzazione, si offre una garanzia patrimoniale personale dei gestori.

L'istituto nasce dunque come alternativa funzionale alla società anonima autorizzata: una figura strutturalmente capitalistica, perché consente la partecipazione mediante azioni e la mobilitazione di capitale diffuso, ma gravata da un elemento personalistico forte, ossia la responsabilità illimitata. Non si tratta di una sintesi teorica astratta; è un compromesso storico contingente, destinato a perdere progressivamente significato con l'evoluzione del contesto normativo. Quando l'istituto viene recepito



negli ordinamenti continentali, e in quello italiano, conserva tale impronta: l'accomandita per azioni viene introdotta come figura di raccolta del capitale, nella quale l'elemento personalistico supplisce al controllo pubblico.

Il punto cruciale, ai fini della nostra ricostruzione, è che l'accomandita per azioni nacque, in origine, per una funzione che oggi la riforma del TUF sembra riattivare, sebbene in forme radicalmente mutate: essere strumento di organizzazione della raccolta del risparmio. È proprio questa continuità funzionale, più che formale, che consente di leggere la società di partenariato come un "ritorno alle origini" dell'istituto.

#### **4. La crisi della S.a.p.A. come società operativa: l'insostenibilità economico-giuridica della responsabilità illimitata**

Il progressivo superamento del regime autorizzatorio per la costituzione della società per azioni priva l'accomandita per azioni della sua funzione originaria. Una volta che la società per azioni diviene liberamente costituibile, viene meno la principale ragione di esistenza dell'accomandita per azioni come strumento alternativo di accesso al mercato dei capitali. La responsabilità illimitata degli accomandatari non appare più garanzia necessaria, bensì anomalia difficilmente giustificabile rispetto al principio, ormai affermato, della responsabilità limitata.

La dottrina del secondo Novecento ha colto questo disallineamento strutturale tra costi e benefici. Il problema non risiede nell'esistenza in sé di una responsabilità illimitata, quanto nel fatto che essa venga richiesta per conseguire un vantaggio di governo societario ormai marginale e, in molti casi, replicabile con strumenti diversi. La S.a.p.A. attribuisce agli accomandatari una posizione di forza nella gestione, assicurando stabilità dell'incarico e autonomia rispetto all'assemblea; tuttavia, in un diritto societario evoluto, tali prerogative non compensano più l'esposizione patrimoniale personale.

La crisi del tipo si manifesta anche sul piano empirico. Proprio perché gli operatori agiscono secondo razionalità economico-giuridica, essi evitano forme che impongono costi sproporzionati rispetto ai benefici. Se l'ordinamento offre modelli alternativi nei quali è possibile ottenere assetti di controllo fortemente concentrati senza responsabilità illimitata, la scelta dell'accomandita per azioni appare irrazionale. La quasi scomparsa delle S.a.p.A. come società operative, storicamente registrata, non è

dunque un accidente statistico, ma la prova di una crisi funzionale.

A questo si aggiunge la collocazione ambigua del tipo tra società di persone e società di capitali: l'accomandita per azioni è una società di capitali quanto alla partecipazione e a molte regole, ma reca in sé un nucleo personalistico fortissimo. Ne consegue una tensione con principi fondamentali del diritto azionario, come quello plutocratico, secondo cui il potere deve essere proporzionato all'investimento di capitale. Nell'accomandita per azioni, il controllo può essere esercitato da soggetti che non detengono necessariamente una partecipazione significativa al capitale, con distorsioni evidenti rispetto alla logica proprietaria che informa la S.p.A.

Sotto questo profilo, la S.a.p.A. come società operativa risultava difficilmente difendibile: non era sufficientemente flessibile per competere con la S.r.l. e non era sufficientemente "neutra" per competere con la S.p.A. Essa appariva sempre più come una variante imperfetta della società per azioni, gravata da un retaggio storico che ne complicava l'utilizzo senza offrire vantaggi sistematici adeguati.

#### **5. L'eterogenesi dei fini: la rinascita dell'accomandita per azioni come cassaforte di famiglia e la nuova separazione tra capitale e potere**

Dopo essere stata considerata a lungo un tipo in declino irreversibile, l'accomandita per azioni conosce, a partire dalla metà degli anni Ottanta del secolo scorso, una rinascita che la dottrina ha descritto come eterogenesi dei fini. Un istituto nato per finalità legate alla raccolta di capitali in un sistema ancora diffidente verso la società anonima viene riutilizzato per scopi del tutto diversi, legati non più all'accesso al capitale di rischio, ma alla conservazione e trasmissione del potere imprenditoriale nelle grandi famiglie industriali.

La ragione di tale rinascita sta nella particolare idoneità del tipo a realizzare una separazione strutturale tra capitale e potere. Poiché il potere amministrativo è riservato ai soci accomandatari, mentre i soci accomandanti, pur potendo detenere la maggioranza del capitale, restano estranei alla gestione, la S.a.p.A. consente di neutralizzare un fattore tipico di instabilità delle imprese familiari mature: l'ingresso di una pluralità di eredi con diritti patrimoniali, ma non necessariamente con capacità o volontà di esercitare funzioni di governo.



La S.a.p.A. consente di distinguere tra familiari-investitori e familiari-governanti, preservando l'unità del comando anche in presenza di una base proprietaria ampia. La stabilità della governance non è affidata a patti parasociali, per definizione precari, ma viene incorporata nella struttura stessa del tipo societario, con una forza di resistenza assai maggiore.

In tale assetto, la responsabilità illimitata, che in origine costituiva il principale disincentivo, perde gran parte della sua portata dissuasiva. Ciò avviene perché la S.a.p.A. della rinascita non è normalmente società operativa, bensì società di vertice destinata alla detenzione di partecipazioni strategiche: una *holding* di controllo. Essa non svolge attività produttiva diretta, non intrattiene rapporti continuativi con il mercato, non assume in via ordinaria obbligazioni commerciali rilevanti. Il rischio d'impresa resta nelle controllate, tipicamente costituite in forma di società di capitali con responsabilità limitata. In questo modo la responsabilità illimitata resta formalmente intatta, ma economicamente attenuata.

L'eterogenesi dei fini mostra così come un tipo societario apparentemente superato possa acquisire nuova vitalità attraverso una reinterpretazione funzionale. Non si tratta di abuso del tipo, bensì di sfruttamento di potenzialità latenti: la capacità di separare potere e capitale, assicurando continuità del comando e inclusione patrimoniale.

#### **6. Direzione e coordinamento e responsabilità da abuso: il ridimensionamento della S.a.p.A.-holding alla luce degli artt. 2497 ss. c.c.**

La stagione della S.a.p.A. come cassaforte familiare incontra tuttavia un limite strutturale con l'introduzione, nel 2003, della disciplina della direzione e coordinamento. Gli artt. 2497 ss. c.c. introducono una responsabilità specifica dell'ente che esercita attività di direzione e coordinamento in caso di abuso. Si passa, per così dire, da un modello nel quale la capogruppo poteva ritenersi patrimonialmente neutra rispetto alle scelte di indirizzo strategico, a un modello nel quale l'esercizio del potere può generare responsabilità patrimoniale autonoma.

Questo mutamento ha un impatto rilevante sulla *holding* costituita in forma di S.a.p.A. Se la società di vertice esercita direzione e coordinamento e viene chiamata a rispondere per abuso, il pregiudizio patrimoniale subito dalla società può riflettersi sul patrimonio degli accomandatari, gravati per legge da responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali. In tal modo, la funzione di schermatura patrimoniale

della cassaforte viene incrinata.

La disciplina della direzione e coordinamento introduce dunque un fattore di instabilità sistemica: la S.a.p.A. continua a funzionare come cassaforte solo nella misura in cui rimanga nel perimetro di una *holding* puramente patrimoniale, limitata alla detenzione di partecipazioni, evitando l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento in senso tecnico-giuridico. L'equilibrio tra esercizio del controllo e astensione dall'ingerenza gestionale diventa delicato e non sempre semplice da mantenere nella prassi dei grandi gruppi.

È sullo sfondo di questa parabola, che va dalla crisi come società operativa alla rinascita come *holding* e al ridimensionamento per effetto del diritto dei gruppi, che si colloca la riforma del TUF. La S.a.p.A. non ritorna oggi per svolgere la funzione di cassaforte; ritorna, o meglio riemerge, per svolgere una funzione nuova, ma in realtà sorprendentemente affine alla sua funzione originaria: la raccolta e gestione del risparmio, ora però in forme pienamente contemporanee.

#### **7. La società di partenariato come nuova metamorfosi funzionale: una S.a.p.A. "riscritta" dal diritto finanziario**

La riforma del TUF utilizza la matrice strutturale della società in accomandita per azioni per costruire una figura funzionalmente orientata all'attività di investimento collettivo, inserita nel sistema della vigilanza finanziaria e profondamente distinta, per *ratio* e disciplina, dalla S.a.p.A. ordinaria disciplinata dal codice civile. Siamo dunque dinanzi a una metamorfosi ulteriore del tipo: dopo essere entrata in crisi come società operativa e dopo essere stata riscoperta come *holding* familiare, l'accomandita per azioni viene ora riconvertita in veicolo di investimento collettivo.

Un primo elemento distintivo riguarda la funzione economica. L'accomandita per azioni codicistica è, almeno in linea di principio, una società a funzione generale, idonea a esercitare direttamente attività d'impresa senza vincoli tipologici di oggetto. La società di partenariato, invece, nasce come società funzionalmente vincolata: essa ha oggetto esclusivo di investimento ed è qualificata come FIA. La collocazione nel TUF, e non nel codice civile, è indicativa: non si tratta di un tipo generale di impresa, ma di un veicolo destinato a una funzione specifica e regolata.



Un secondo elemento riguarda la tecnica di costruzione della disciplina. L'accomandita per azioni ordinaria è un tipo codicistico pieno, inserito nel sistema delle società di capitali e disciplinato organicamente dal codice civile. La società di partenariato è invece il prodotto di una tipicità attenuata: la disciplina viene costruita mediante rinvii selettivi, disapplicazioni e integrazioni. Il legislatore non riforma la S.a.p.A. nel codice, ma la varia dall'esterno attraverso una normativa speciale.

Un terzo elemento riguarda la figura dell'accomandatario e, più in generale, la relazione tra gestione e responsabilità. Nell'accomandita per azioni tradizionale, l'accomandatario è storicamente figura personalizzata, spesso legata all'imprenditore o al nucleo familiare di controllo; la responsabilità illimitata trova giustificazione nella gestione diretta dell'impresa. Nella società di partenariato, invece, l'accomandatario è concepito come gestore professionale. La responsabilità illimitata viene "spersonalizzata" e ricollegata a una funzione di gestione regolata. In altri termini, essa non è più il prezzo da pagare per un potere di governo residuale, ma diventa strumento di allineamento degli interessi in un contesto vigilato.

Infine, l'assetto di *governance* risulta profondamente modificato. Nella S.a.p.A. ordinaria, l'assemblea conserva un ruolo significativo, sebbene limitato dalla posizione forte degli accomandatari. Nella società di partenariato, gli accomandanti non partecipano alla gestione e la loro posizione è assimilabile a quella degli investitori in un fondo: la centralità dell'assemblea viene ridimensionata, mentre la gestione è stabilmente concentrata in capo agli accomandatari. La società di partenariato radicalizza la logica separativa già presente nella matrice accomandataria e la porta a compimento secondo il disegno tipico degli investimenti alternativi.

#### **8. Il perno normativo: l'art. 35-novies.1 TUF e la funzionalizzazione integrale del modello**

La norma cardine della disciplina è l'art. 35-novies.1 TUF. Essa, da un lato, prevede un regime autorizzatorio da parte di Banca d'Italia (sentita la Consob); dall'altro, definisce identità giuridica e sistematica del modello. È in questa disposizione che il legislatore opera la scelta fondamentale: utilizzare la forma della S.a.p.A. quale veicolo tipizzato di gestione collettiva del risparmio, sottraendola alla logica civilistica ordinaria e assoggettandola a una funzionalizzazione integrale.

Il primo profilo è la qualificazione espressa della società di partenariato come FIA. Ne discende una

conseguenza di sistema decisiva: la società di partenariato non è una S.a.p.A. che svolge attività di investimento, bensì un organismo di investimento collettivo del risparmio in forma societaria. A ciò si accompagna la previsione dell'oggetto esclusivo. A differenza dell'accomandita per azioni codicistica, la società di partenariato non può svolgere attività operative diverse dalla gestione di investimenti: l'oggetto è normativamente vincolato.

Altro profilo qualificante è la necessità della forma: il legislatore non consente di scegliere liberamente un tipo societario per il FIA, ma impone la struttura accomandataria. La distinzione tra accomandatari e accomandanti non è dunque accidentale: è il dispositivo che consente di incorporare nel tipo la separazione tra gestione e investimento, assicurando stabilità del gestore e neutralità gestionale degli investitori.

Rispetto alla S.a.p.A. codicistica, tuttavia, la forma viene svuotata della sua neutralità civilistica e piegata a un obiettivo pubblicistico: la gestione collettiva del risparmio. Significativo è anche che la disciplina preveda l'unico sistema di amministrazione e controllo consentito nel modello tradizionale, con collegio sindacale, neutralizzando le varianti di *governance* più sofisticate disponibili nella S.p.A. riformata.

L'art. 35-novies.1 TUF contiene inoltre deroghe espresse alla disciplina civilistica della costituzione della società per azioni, disponendo la disapplicazione degli artt. 2333-2336 c.c. ed escludendo la costituzione per pubblica sottoscrizione. Tale scelta è coerente con la destinazione del veicolo: non strumento di sollecitazione del pubblico risparmio indistinto, ma contenitore per investitori qualificati o comunque consapevoli, tipico degli investimenti alternativi.

La norma introduce anche la possibilità di strutturazione per comparti, con autonomia patrimoniale perfetta. Si tratta di previsione priva di equivalenti diretti nella S.a.p.A. codicistica e altamente significativa perché consente di replicare, in forma societaria, la logica dei fondi multi-comparto. Nello stesso tempo, come si vedrà, viene esclusa la tecnica codicistica dei patrimoni destinati.



### 9. Gestione interna ed esterna: la sovrapposizione di una dicotomia finanziaria alla struttura societaria

Uno degli elementi di maggiore discontinuità rispetto al modello codicistico è la previsione di due distinti modelli di gestione: gestione interna e gestione esterna. Si tratta di dicotomia estranea al diritto societario tradizionale e mutuata dal diritto della gestione collettiva del risparmio. Essa riflette l'esigenza tipica dei FIA di distinguere tra veicolo di investimento e soggetto che esercita professionalmente la funzione gestoria.

Nel modello a gestione interna, la società di partenariato è essa stessa gestore del FIA ed esercita direttamente l'attività di investimento. In tal caso, la società è sottoposta a preventiva autorizzazione della Banca d'Italia, sentita la Consob, e deve rispettare i requisiti organizzativi, patrimoniali e di governance previsti per i gestori dal TUF. Ne deriva una conseguenza sistematica: l'accomandatario non è più semplicemente gestore di una società commerciale, ma opera dentro una struttura regolata, nella quale la discrezionalità imprenditoriale è compressa da obblighi pubblicistici. Si realizza una spersonalizzazione della figura dell'accomandatario: esso assume i tratti di un gestore regolato, più che quelli dell'imprenditore nel senso classico.

Nel modello a gestione esterna, la società resta FIA, ma affida la gestione a un soggetto esterno autorizzato (SGR o altro AIFM). Qui la frattura è ancora più evidente: la società di partenariato assume funzione marcata di veicolo di investimento, mentre la gestione in senso funzionale è imputata a un soggetto terzo già inserito nel sistema di vigilanza. La qualità di accomandatario, che nella S.a.p.A. codicistica implica necessariamente esercizio della gestione, viene in parte "istituzionalizzata": l'accomandatario non coincide più con il gestore funzionale dell'investimento, ma può assumere un ruolo di presidio, coerente con l'architettura regolatoria dei FIA.

Questa sovrapposizione di una dicotomia finanziaria alla struttura societaria rompe l'identificazione tradizionale tra società e imprenditore: la società non è più centro autonomo di iniziativa imprenditoriale generale, ma veicolo funzionalizzato, la cui gestione è disciplinata secondo logiche prudenziali.

### 10. Albo, separazione patrimoniale e autonomia statutaria: gli artt. da 35-novies.2 a 35-novies.4 TUF e la "specialità" del modello

La disciplina prosegue con l'istituzione, all'art. 35-novies.2 TUF, di un albo delle società di partenariato in gestione interna autorizzate, tenuto dalla Banca d'Italia. L'iscrizione non ha carattere meramente dichiarativo: gli estremi devono essere indicati negli atti e nella corrispondenza della società. È un indice della trasformazione della società in soggetto vigilato, con visibilità pubblica e disciplina prudenziale.

L'art. 35-novies.3 TUF contiene poi disposizioni che segnano un distacco netto dalla disciplina codicistica. In primo luogo, viene esclusa l'applicazione degli artt. 2447-bis-2447-decies c.c. relativi ai patrimoni destinati a uno specifico affare. La separazione patrimoniale, quando prevista, è affidata allo strumento dei comparti disciplinato dal TUF, con esclusione delle tecniche codicistiche. In secondo luogo, la norma attribuisce allo statuto ampia autonomia nella definizione dei diritti patrimoniali dei soci e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, prevedendo elasticità che si discosta sensibilmente dalla rigidità della disciplina azionaria ordinaria. A ciò si aggiunge la disapplicazione di norme quali gli artt. 2349 c.c., 2350, commi 2 e 3, c.c., 2353 c.c. e 2355-bis, commi 1 e 2, c.c., coerentemente con l'esigenza di evitare interferenze con la logica dell'investimento collettivo e con la stabilità del veicolo.

L'art. 35-novies.4 TUF interviene sul governo societario e sulle tutele individuali. Da un lato, esso consente che lo statuto determini i quorum costitutivi e deliberativi necessari per le modifiche dell'atto costitutivo, ferma restando l'approvazione di tutti i soci accomandatari; dall'altro, introduce una disciplina restrittiva del diritto di recesso in deroga all'art. 2437 c.c., prevedendo cause tassative non derogabili statutariamente. Il sacrificio della liquidabilità dell'investimento, tipica garanzia del socio nelle società di capitali, viene giustificato dalla natura stessa degli investimenti alternativi, spesso illiquidi e di medio-lungo periodo: la stabilità del patrimonio investito prevale sulle garanzie individuali.

È importante notare, sul piano sistematico, come la società di partenariato trasli nel diritto societario strumenti e logiche del diritto dei fondi: stabilità del patrimonio, limitazione del recesso, disciplina di comparti, presenza di un depositario, vigilanza prudenziale. Il tipo societario viene così piegato a un obiettivo funzionale, nel quale la tutela degli investitori passa non (o non solo) attraverso le categorie



classiche del diritto societario, ma attraverso presidi regolatori e prudenziali.

#### **11. Scioglimento e liquidazione: l'art. 35-novies.5 TUF e la pubblicizzazione del procedimento**

L'art. 35-novies.5 TUF disciplina lo scioglimento e la liquidazione volontaria richiamando in via generale le norme del codice civile sulle società di capitali, ma introducendo deroghe rilevanti: l'avvio della liquidazione deve essere comunicato alle Autorità di vigilanza, i liquidatori operano sotto le disposizioni della Banca d'Italia, il bilancio di liquidazione è sottoposto a revisione e vincola anche il depositario nel rimborso degli strumenti finanziari. La liquidazione assume così una dimensione pubblicistica sconosciuta alla S.a.p.A. codicistica, nella quale resta procedimento essenzialmente privatistico.

Questa "pubblicizzazione" della liquidazione è coerente con l'identità del veicolo: non una società commerciale qualunque, ma un FIA in forma societaria, nel quale la tutela degli investitori e la stabilità del mercato giustificano una proiezione esterna del controllo pubblico anche nelle fasi patologiche.

#### **12. Rinvio e compatibilità: l'art. 35-novies.6 TUF come clausola di chiusura e potere regolamentare della Banca d'Italia**

La disciplina si chiude con l'art. 35-novies.6 TUF, che contiene una clausola di rinvio alla disciplina codicistica della società in accomandita per azioni "in quanto compatibile". La formula, solo in apparenza neutra, segnala che la disciplina societaria civilistica opera come diritto comune suppletivo, ma sempre subordinato alla specialità del TUF. La compatibilità deve essere letta in senso funzionale: ciò che contrasta con l'oggetto esclusivo, con la disciplina prudenziale, con l'architettura dei comparti, con la limitazione del recesso e con i presidi di vigilanza non può essere importato dal codice civile.

Inoltre, la norma attribuisce alla Banca d'Italia un potere regolamentare di dettaglio estendibile anche a profili di diritto societario. Questo è un ulteriore indizio dell'ibridazione del modello: l'Autorità di vigilanza finanziaria diventa, di fatto, co-regolatore di aspetti che, nel sistema tradizionale, sarebbero materia tipicamente civilistica. Ne deriva una trasformazione dei confini tra diritto societario e diritto finanziario, con un ampliamento dell'area "prudenziale" dentro la *governance* societaria.

#### **13. Il senso della responsabilità illimitata nella società di partenariato: da costo anacronistico a presidio funzionale**

Uno dei profili più delicati riguarda la responsabilità illimitata degli accomandatari. Nella storia dell'accomandita per azioni essa appare dapprima come garanzia sostitutiva dell'autorizzazione governativa, poi come anomalia economicamente irrazionale in un sistema di responsabilità limitata generalizzata, infine come rischio attenuato nella funzione di *holding*-cassaforte. Nella società di partenariato, la responsabilità illimitata è chiamata a svolgere un ruolo diverso: non un retaggio, ma un elemento di allineamento tra gestore e investitori.

Il legislatore sembra valorizzare l'idea che, nel contesto degli investimenti alternativi, la stabilità del gestore e la sua esposizione al rischio costituiscano un meccanismo di disciplina e di fiducia, sebbene oggi tale fiducia non sia più affidata, come nell'Ottocento, a un surrogato privatistico del controllo pubblico, bensì a un complesso di regole prudenziali, di vigilanza e di responsabilità funzionale. La responsabilità illimitata, in altri termini, viene reinserita in un ambiente regolato che tende a governarne il rischio attraverso requisiti organizzativi e controlli pubblici.

Si potrebbe osservare che, così configurata, la responsabilità illimitata torna ad assolvere una funzione "sistematica" nella raccolta del risparmio, ma in forme compatibili con l'ordinamento contemporaneo: non più risparmiatori indistinti e tutela politica preventiva, ma investitori consapevoli, vigilanza prudenziale e disciplina dei gestori.

#### **14. Un ritorno alle origini: la società di partenariato come riattivazione della vocazione dell'accomandita per azioni**

Se si guarda alla riforma del TUF nella sua dimensione più profonda, emerge con chiarezza che l'introduzione della società di partenariato non rappresenta soltanto una nuova metamorfosi funzionale della S.a.p.A., ma anche un ritorno alle origini dell'istituto, intese in senso funzionale. Dopo essere entrata in crisi come società operativa, dopo essere stata riscoperta come cassaforte di famiglia e dopo essere stata ridimensionata per effetto della disciplina della direzione e coordinamento (artt. 2497 ss. c.c.), l'accomandita per azioni riemerge oggi come strumento di organizzazione della raccolta del risparmio.



Già la *Relazione al codice civile* del 1942, pur collocandosi in una fase nella quale la società per azioni aveva acquisito piena legittimazione, conservava la consapevolezza che l'accomandita per azioni potesse fungere da strumento di mobilitazione del capitale secondo logiche diverse da quelle della S.p.A., facendo leva sulla stabilità dei gestori e sulla responsabilità personale quale elemento di fiducia. La società di partenariato riattiva questa intuizione, ma la riformula in un contesto radicalmente mutato: non più garanzie personalistiche ottocentesche, bensì una combinazione di struttura societaria accomandataria, responsabilità del gestore e vigilanza pubblica.

La "circolarità" storica risulta allora evidente. L'accomandita per azioni nasce come strumento che consente di convogliare capitali in un sistema ostile alla società anonima; entra in crisi quando tale funzione viene assorbita dalla S.p.A.; rinasce come cassaforte familiare perdendo contatto con la mobilitazione del risparmio; viene ridimensionata dal diritto dei gruppi; infine ritorna, nella veste della società di partenariato, a essere veicolo di investimento, cioè forma organizzata di raccolta e gestione del risparmio.

In questo senso, la società di partenariato non è soltanto un nuovo modello del diritto dei mercati finanziari, ma anche una sorta di chiusura del cerchio nella storia della S.a.p.A. Dopo molteplici metamorfosi, l'istituto torna, mutato e raffinato, a svolgere una funzione che ne aveva giustificato l'esistenza originaria: fare da ponte tra risparmio e impresa. È questa continuità profonda, aldilà delle discontinuità formali e regolatorie, che restituisce all'accomandita per azioni una dignità sistematica e spiega perché continui a riemergere ogni volta che il legislatore è chiamato a ripensare gli strumenti giuridici della raccolta del capitale.

## NOTA BIBLIOGRAFICA

ABRIANI, N., *La società in accomandita per azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, 4ª ed., Milano, 2008, 271 ss.

ABRIANI, N., IN N. ABRIANI – S. AMBROSINI – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 1075 ss.

BARCELLONA, E., *La società in accomandita per azioni*, in *Tratt. dir. comm.*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Torino, 2024.

BARCELLONA, E. – COSTI, R. – GRANDE STEVENS, F., *Della società in accomandita per azioni*, in *Comm. cod. civ. Scialoja e Branca*, a cura di F. Galgano, sub artt. 2452-2461, Bologna-Roma, 2005.

CAGNASSO, O., *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in NDS, 2019, 1250 ss.

CAGNASSO, O. – IRRERA, M., voce *Società in accomandita per azioni*, in *Noviss. Digesto it.*, App., VII, Torino, 1987, 306.

CAPRARO, A., *Le nuove società di partenariato*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 28 ottobre 2025.

COSTI, R., *L'azionista accomandatario*, Padova, 1969.

COSTI, R., *Della società in accomandita per azioni*, in *Comm. cod. civ. Scialoja e Branca*, sub artt. 2462-2471, Bologna-Roma, 1973.

COTTINO, G., *Diritto commerciale*, I, Padova, 1976, 789 ss.

FERRI JR., G., *Della società in accomandita per azioni*. Artt. 2452-2451, in *Società di capitali: commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1344.

FERRI JR., G., *Della società in accomandita per azioni*, in *Il Cod. Civ. – Commentario*, fondato da P. Schlesinger, continuato da F. D. Busnelli e G. Ponzanelli, artt. 2452-2461, Milano.

GALLUCCIO, G., *Adeguati assetti e persona giuridica amministratore*, contributo destinato al *Commento*



*all'art. 2086 c.c. (Commentario Scialoja-Branca), a cura di M. Irrera, Bologna, 2026.*

GARESIO, G., *La società in accomandita per azioni*, in *Gli imprenditori e le società nel sistema economico*, diretto da M. Irrera, Torino, 2023, 370 ss.

GRANDE STEVENS, F., *Società in accomandita per azioni*, in *Giur. piem.*, 1989, 223 ss.

MAUGERI, M., *Società di persone e competitività degli ordinamenti*, in *Società di persone e competitività degli ordinamenti*, a cura di M. Stella Richter jr, Milano, 2025, 81 ss.

MONTALENTI, P. (-O. CAGNASSO), *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutari: profili introduttivi*, in *Diritto del governo delle imprese*, 3ª ed., diretto da M. Irrera, Torino, 2025, 4 ss.

POLLASTRO, I., *Le categorie di azioni e di quote e i riflessi sul governo societario*, in *Diritto del governo delle imprese*, 3ª ed., diretto da M. Irrera, Torino, 2025, 741 ss.

WEIGMANN, R., *Accomandita per azioni come cassaforte familiare*, in *Studi in onore di Gino Gorla*, III, Milano, 1994, 2522 ss.

ZANARONE, G., *La S.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023, spec. 13 ss.





**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---