

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

Le società di partenariato

GIUSEPPE NAPOLETANO

Avvocato della Banca d'Italia

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Le società di partenariato

GIUSEPPE NAPOLETANO

Avvocato della Banca d'Italia

SOMMARIO⁰¹: Premessa. – 1. La finalità della riforma e le prassi operative nel private equity e nel venture capital. – 2. La delega legislativa. – 3. L'inserimento della società di partenariato nel sistema della gestione collettiva del risparmio. – 4. Il potere normativo della Banca d'Italia. – 5. Ragioni della scelta della società in accomandita per azioni. – 6. L'oggetto sociale. – 7. L'autonomia statutaria in materia patrimoniale. – 8. La società di partenariato in gestione esterna.

Premessa

È per me un grande piacere tornare alla Luiss, l'Università nella quale mi sono laureato; sono particolarmente grato al Professor Lener e alla Professoressa Lucantoni per avermi offerto questa opportunità.

Mi soffermerò sugli aspetti salienti delle società di partenariato, introdotte nel Testo unico della finanza dalla riforma del 2026 affinché possano operare quali Oicr chiusi nel private equity e nel venture capital.

⁰¹ Questo scritto è parte del contributo in corso di pubblicazione in un Quaderno di ricerca giuridica della Banca d'Italia. Le opinioni qui espresse sono personali dell'autore e non rappresentano necessariamente quelle della Banca d'Italia. Per i riferimenti normativi si usa nel testo la numerazione del Testo unico della finanza (TUF) risultante dal decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, pubblicato nel Supplemento ordinario n. 14/L alla Gazzetta Ufficiale del 14 aprile 2026, n. 86. Ove occorrente, nel testo ci si riferisce allo "schema di decreto", per tale intendendosi lo schema di decreto legislativo approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri l'8 ottobre 2025 (Senato della Repubblica - XI Legislatura, n. 331, trasmesso alla Presidenza del Senato il 17 ottobre 2025). Se non è altrimenti specificato, gli articoli del TUF citati sono quelli che riguardano le società di partenariato a gestione interna autorizzate.

1. La finalità della riforma e le prassi operative nel *private equity* e nel *venture capital*

L'intento del legislatore della riforma del 2026 è introdurre nel sistema giuridico nazionale degli strumenti che possano agevolare l'investimento anche estero nelle imprese innovative, che tipicamente sono quelle che investono nel *private equity* e nel *venture capital*⁰².

L'auspicio del legislatore è che, rafforzando il sostegno economico alle *start-up* innovative, queste possano crescere, idealmente fino ad arrivare a quotarsi, con effetti benefici per l'economia e per la società.

Si è pertanto cercato di dare un riconoscimento legislativo di carattere generale al *private equity* e al *venture capital* al fine di permettere l'investimento collettivo in quei settori con adeguate garanzie di certezza legale, a tal fine anche definendo i caratteri essenziali di un veicolo societario di diritto italiano che sia riconoscibile dagli investitori nazionali ed esteri come particolarmente idoneo a finanziare progetti innovativi con una prospettiva di medio-lungo termine da parte di soggetti professionali o comunque ad alta capacità finanziaria.

Si sono a tale scopo considerate anche le economie più sviluppate di quella italiana in questi settori, laddove lo schema operativo essenziale del *venture capital* all'estero, a cominciare dagli Stati Uniti, vede l'uso di un fondo d'investimento collettivo strutturato in forma di *limited partnership* – che corrisponde grosso modo a una accomandita italiana – con uno o più *general partners*, illimitatamente responsabili, e i *limited partners*, che per l'appunto hanno una responsabilità limitata. Questa distinzione corrisponde alla distinzione tra socio imprenditore e socio investitore da un punto di vista economico, laddove il *general partner*, pur investendo egli stesso nell'impresa d'investimento, è soprattutto un socio imprenditore e i *limited partner* sono soci investitori.

Il punto è che il *general partner*, normalmente, è una società con responsabilità limitata: quindi la responsabilità del *general partner* è sì giuridicamente illimitata, ma in realtà è limitata al patrimonio della società, a responsabilità limitata, che svolge il ruolo di *general partner*.

Nella prassi estera – che ha orientato il legislatore italiano del 2026 – è normale che la gestione sia esternalizzata a un gestore professionale; circostanza questa che può aiutare a leggere l'intervento riformatore, anche dal punto di vista giuridico.

⁰² Nella Relazione allo schema di decreto legislativo si afferma che la riforma innova "la disciplina della gestione collettiva del risparmio con particolare riferimento alle attività di *private equity* e *venture capital*, riconosciuti come settori in grado di garantire lo sviluppo e poi la crescita delle aziende, favorendo processi fondamentali di innovazione e contribuendo all'aumento dell'occupazione".

2. La delega legislativa

Volgendo dunque lo sguardo all'intervento legislativo che introduce le società di partenariato, è utile soffermarsi innanzitutto sui criteri di delega legislativa.

I criteri di delega che più rilevano sono due.

Il primo è l'esigenza di *"facilitare il finanziamento dell'impresa in tutte le sue fasi di crescita, ..."*⁰³; questo criterio soccorre in particolare a meglio identificare l'oggetto della società di partenariato, come espongo di seguito.

Il secondo criterio sul quale è bene soffermarsi è la possibilità di *"rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione, anche ampliando il novero delle forme societarie ammissibili ai fini del servizio di gestione collettiva del risparmio, garantendo la correttezza e l'adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori"*⁰⁴; la possibilità di configurare delle forme societarie ulteriori rispetto a quelle già ammesse per la gestione collettiva del risparmio (SGR con fondo contrattuale, SICAF e SICAV) fa implicito riferimento alla *limited partnership*.

3. L'inserimento della società di partenariato nel sistema della gestione collettiva del risparmio

L'inserimento della società di partenariato nel sistema della gestione collettiva del risparmio è avvenuto equiparandola in linea di massima alle altre forme di gestione collettiva del risparmio, quale "Oicr italiano"⁰⁵ e più precisamente quale "Oicr alternativo italiano" (FIA italiano)⁰⁶, cosicché alla società di partenariato si applicheranno in generale le stesse regole a tutela del risparmio previste dal Testo unico della finanza per le altre forme di gestione collettiva del risparmio che si qualificano come fondi di investimento alternativi italiani.

Più specificamente, rileva al riguardo la creazione con la società di partenariato di uno

⁰³ Legge n. 21 del 2024, art. 19, comma 2, lett. c); frase introdotta dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, art. 1, comma 1, lett. a), n. 4).

⁰⁴ Legge n. 21 del 2024, art. 19, comma 2, lett. d); la previsione sull'ampliamento delle forme societarie ammissibili per la gestione collettiva del risparmio è stata inserita nel criterio di delega dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, art. 1, comma 1, lett. a), n. 5).

⁰⁵ Articolo 1, comma 1, lett. l), TUF, per il quale *"Nel presente decreto legislativo si intendono per: (...) "Oicr italiano": il fondo comune d'investimento, la Sicav, la Sicaf e la società di partenariato"*.

⁰⁶ Articolo 1, comma 1, lett. m-ter), TUF, per il quale *"Nel presente decreto legislativo si intendono per: (...) "Oicr alternativo italiano" (FIA italiano): il fondo comune di investimento, la Sicav, la Sicaf e la società di partenariato rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011"*.

o più fondi d'investimento alternativi e la sua caratteristica di essere un OICR chiuso⁰⁷ e riservato a investitori professionali o comunque a investitori con elevate capacità fi-

⁰⁷ Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.1), TUF, per il quale *“Nel presente decreto legislativo si intendono per: (...) “società di partenariato”: 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”.*

L'OICR chiuso è *“l’Oicr diverso da quello aperto”* (articolo 1, comma 1, lett. k-ter), TUF), laddove l'OICR aperto è *“l’Oicr i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d’offerta”* (articolo 1, comma 1, lett. k-bis), TUF).

nanziarie⁰⁸.

La società di partenariato potrà essere sopra soglia autorizzata, con passaporto europeo, oppure sotto soglia registrata; se sotto soglia, potrà comunque chiedere di essere autorizzata. Se la società di partenariato resta solo registrata non avrà passaporto eu-

08 "La sottoscrizione delle azioni e degli eventuali strumenti partecipativi, nonché le ulteriori modalità di raccolta del patrimonio definite nello statuto" della società di partenariato, "sono riservate agli investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39" (articolo 35-novies.1, comma 1, lett. i), TUF, riguardante le società di partenariato a gestione interna autorizzate; cfr. anche l'omologo articolo 38-bis, comma 1, lett. f), TUF per le società di partenariato a gestione esterna). Attualmente, l'art. 14 del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 5 marzo 2015 n. 30, recante il Regolamento attuativo dell'art. 39 TUF, prevede che:

"1. Il gestore può istituire FIA italiani riservati a investitori professionali in forma aperta o chiusa.

2. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato può prevedere la partecipazione anche dei seguenti soggetti:

a) investitori non professionali che sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro. Tale partecipazione minima iniziale non è frazionabile;

b) investitori non professionali che nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo iniziale non inferiore a centomila euro a condizione che, per effetto della sottoscrizione o dell'acquisto, l'ammontare complessivo degli investimenti in FIA riservati non superi il 10 per cento del proprio portafoglio finanziario. La partecipazione minima iniziale non è frazionabile;

c) soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione di portafogli che nell'ambito dello svolgimento di detto servizio sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo iniziale non inferiore a centomila euro per conto di investitori non professionali.

(...)

4. I componenti dell'organo di amministrazione e il personale del gestore possono sottoscrivere quote o azioni di FIA italiani riservati da essi gestiti anche per importi inferiori a quelli indicati al comma 2".

Per le società di partenariato sotto soglia registrate, vale il regime specificamente previsto per tutti i GEFIA sotto soglia registrati, che è ispirato alla medesima *ratio* che connota la società di partenariato come FIA riservato, ma che è direttamente sancito nel TUF. Infatti, per le società di partenariato sotto soglia registrate l'articolo 35-quaterdecies, comma 3, TUF rende applicabile il comma 1, lett. l) del medesimo articolo 35-quaterdecies, in virtù del quale "i FIA gestiti sono riservati. In deroga a quanto previsto dall'articolo 1, comma 1, lettera m-quater), essi sono commercializzati esclusivamente a investitori professionali; il regolamento del FIA può prevedere la partecipazione anche di investitori non professionali che sottoscrivono ovvero acquistano quote del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro e che dimostrino con idonee evidenze di avere un portafoglio finanziario non inferiore a cinque milioni di euro. La partecipazione minima iniziale non è frazionabile. Ai fini della presente lettera, per portafoglio finanziario si intende il valore complessivo del portafoglio costituito da depositi bancari, prodotti di investimento assicurativi e strumenti finanziari disponibili presso intermediari o gestori. Il regolamento del FIA può prevedere che i componenti dell'organo di amministrazione e il personale del gestore sotto-soglia registrato possano sottoscrivere ovvero acquistare quote dei FIA italiani riservati gestiti da quest'ultimo anche per importi inferiori".

ropeo⁰⁹ e non potrà fungere da gestore esterno¹⁰.

Va evidenziata al riguardo l'operazione di sistema che la riforma mira ad attuare, innovando il regime dei gestori alternativi sotto soglia, che in Italia sono attivi prevalentemente nei comparti del *private equity* e del *venture capital*, e creando con la società di partenariato un organismo societario destinato a operare nel *private equity* e nel *venture capital*.

Come gli altri FIA, la società di partenariato potrà avere una gestione interna, gestendo direttamente le risorse raccolte, oppure esterna ove affidi la gestione a un altro soggetto.

Come per le altre forme organizzative ammesse, ove la società di partenariato affidi la gestione del risparmio a un gestore esterno si configurerà come una "società-prodotto" e, pur dovendo rispettare requisiti specifici caratterizzanti¹¹, non avrà bisogno di un atto di assenso delle Autorità di vigilanza in sede di avvio dell'operatività e resterà al di fuori del perimetro dei controlli pubblici più incisivi¹².

4. Il potere normativo della Banca d'Italia

La peculiarità della disciplina delle società di partenariato, rispetto alle altre forme organizzative della gestione del risparmio collettivo, è la previsione di un potere normativo specifico della Banca d'Italia che si aggiunge al potere ordinario di vigilanza regolamentare.

È un potere normativo che riguarda tutte le società di partenariato, sia le società sopra soglia a gestione interna autorizzate¹³, sia le società di partenariato sotto soglia registrate¹⁴, così come le società di partenariato in gestione esterna¹⁵.

In base al TUF, "la Banca d'Italia può emanare ulteriori disposizioni applicative della" disciplina sulle società di partenariato, "fermo restando quanto previsto dagli articoli 6 e 35-novies.1, comma 3"¹⁶, vale a dire impregiudicati i suoi poteri regolatori tipici di

09 Articolo 3(4) Direttiva 2011/61 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (cd. "AIFMD").

10 Articolo 35-*quaterdecies*, comma 1, lett. h) e comma 3, TUF.

11 Articolo 38-*bis* TUF, in particolare i commi 1 e 3.

12 Articolo 38-*bis* TUF; cfr. in particolare i commi 7 e 8.

Nella Relazione allo schema di decreto, riguardo all'articolo 35-novies.1 si afferma che "in caso di gestione esterna non è prevista alcuna autorizzazione data l'assimilazione della società a un fondo-prodotto".

13 Articolo 35-novies.6, comma 2.

14 Articolo 35-*sexiesdecies*, comma 9.

15 Articolo 38-*bis*, comma 10.

16 Articolo 35-novies.6, comma 2.

vigilanza.

L'esercizio del potere normativo della Banca d'Italia non è indispensabile ai fini dell'applicazione della disciplina del TUF sulle società di partenariato; esso è una possibilità, che verosimilmente sarà utilizzata soprattutto nell'interlocuzione con il mercato per dare certezza ove occorra, oltre che per regolare i punti di intersezione tra diritto societario e disciplina di vigilanza posta nel Testo unico della finanza.

È possibile che quel potere normativo sia esercitato anche per completare le previsioni introdotte con la riforma, ove la pratica ne evidenzi l'utilità¹⁷, dato che alcuni snodi importanti della disciplina delle società di partenariato sono basati su principi e sul riconoscimento del ruolo del mercato e dell'autonomia delle società, come ad esempio avviene per l'oggetto delle società di partenariato e per tutti gli aspetti patrimoniali¹⁸.

Il sistema normativo così delineato per le società di partenariato lascia alle norme dedicate dal codice civile alle società in accomandita per azioni un ruolo "residuale"¹⁹ rilevante soprattutto per gli aspetti corporativi, come si espone di seguito.

5. Ragioni della scelta della società in accomandita per azioni

Il successo internazionale dell'accomandita quale forma elettiva dell'investimento collettivo nel *private equity* e nel *venture capital* può trovare una spiegazione in ciò, che la struttura dell'accomandita tende ad allineare gli interessi di investitori e amministratori, contribuendo a prevenire conflitti tra le due categorie di soci. Questo perché, sin dall'origine della *commenda*, l'accomandatario metteva – si direbbe oggi – “*skin in the game*”: metteva cioè capitale proprio nell'impresa, pur finanziata significativamente da altri investitori. L'amministratore rischia in proprio, dato che egli è socio, oltretutto illimitatamente responsabile; ma, essendo socio accomandatario, egli è anche amministratore di diritto²⁰, l'assemblea non ha un potere di nominarlo e il potere della stessa assemblea di revocare l'amministratore è contenuto entro limiti precisi²¹.

17 Nella Relazione si afferma che “*Qualora la Banca d'Italia si avvalga del suo potere normativo, potrà disporre quanto ritenuto necessario o utile ai fini della migliore applicazione delle norme primarie dedicate alle società di partenariato, anche per gli aspetti di diritto societario*”. Nell'esercizio del potere normativo, la Banca d'Italia – prosegue la Relazione – dovrà agire “*nel rispetto dei principi fissati per l'esercizio dei poteri regolamentari previsti nell'articolo 6*”, potendosi ritenere che si intenda fare riferimento ai “*principi*” fissati nel comma 01 dell'articolo 6.

Sempre nella Relazione al decreto, nell'esplicare le norme sulle società di partenariato sotto soglia registrate, si afferma che “*Tale potere normativo, per quanto riguarda le società di partenariato in gestione interna registrate, è funzionale a regolare le caratteristiche della forma societaria di limited partnership, operanti nel private equity e venture capital, e non deve intendersi riferito all'esercizio di poteri regolamentari inerenti alla vigilanza prudenziale e di tutela*”.

18 Su questi aspetti, si vedano i paragrafi 6 e 7.

19 Così si esprime la Relazione nel commentare l'applicabilità dell'articolo 35-*novies*.6 alle società di partenariato in gestione esterna.

20 Articolo 2455 codice civile.

21 Articolo 2456 codice civile.

L'accomandita per azioni pone dunque di per sé i *general partners* in una posizione giuridica idonea a fruire di quella autonomia rispetto agli investitori che è necessaria nella gestione collettiva del risparmio²² e che può essere più problematica da conseguire nelle SICAF²³.

Ci si può peraltro domandare quale sia la ragione che ha portato il legislatore a scegliere la forma dell'accomandita di capitali. Le considerazioni che hanno spinto verso questa scelta sono varie. Una prima ragione è fattuale e giuridica, movente dal riconoscimento che solo capitali possono essere investiti, non essendo ammessi conferimenti in natura²⁴.

Inoltre, ha giocato un ruolo l'esigenza di essere certi della tenuta sul piano giuridico del sistema di responsabilità della persona giuridica e, al suo interno, dei comparti che possono essere creati, la separazione patrimoniale dei quali si è voluta rafforzare con la riforma del Testo unico della finanza. Si è temuto, in definitiva, che il modello delle società di persone potesse alla prova dei fatti rivelarsi non totalmente adeguato dal punto di vista della protezione patrimoniale, laddove invece una chiara esigenza della riforma era quella di ridurre il più possibile i rischi correlati alla debolezza della separazione patrimoniale, al fine di dare la massima sicurezza agli investitori e di ingenerare fiducia nei veicoli societari di gestione collettiva del risparmio.

L'emissione di azioni permette di cogliere le opportunità di investimento su ampia scala proprie di un sistema finanziario sviluppato, potendosi combinare peraltro con l'ampia autonomia riconosciuta alla società di partenariato, tra l'altro, con riguardo alle modalità di raccolta dei capitali da investire²⁵.

La presenza necessaria di un organo di controllo, propria dell'accomandita per azioni, è stato un ulteriore elemento oggetto di scelta da parte della Commissione riformatrice, ricollegandosi al ruolo essenziale che l'organo di controllo svolge nell'impianto di prote-

22 Il TUF definisce l'OICR come *"l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito nelle attività di cui all'articolo 39-bis, in base a una politica di investimento predeterminata"* (art. 1, comma 1, lett. k)).

23 L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Rivista delle società*, 2016, pp. 1094-1123.

24 Articolo 35-novies.1, comma 1, lett. h). Articolo 35-quaterdecies, comma 3, lett. b). Potrebbe essere una svista non aver previsto nel TUF il divieto di conferimenti in natura per le società di partenariato in gestione esterna, considerato che anch'esse hanno come oggetto sociale esclusivo l'investimento nel *private equity* e nel *venture capital* (articolo 38-bis, comma 1, lett. d)).

Il dato positivo menzionato non esclude, peraltro, che avvalendosi dell'autonomia statutaria si possa dare adeguato ingresso e riconoscimento nella società di partenariato a taluni servizi specifici e *know-how* che sono importanti nel settore (cfr. BODELLINI-GENTILI, *I fondi di investimento lussemburghesi*, Torino, 2025, p. 110).

25 Su questo aspetto, si veda il paragrafo seguente.

zione del risparmio, voluto dalla riforma.

6. L'oggetto sociale

L'oggetto sociale esclusivo della società di partenariato è *"l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital del patrimonio raccolto..."*²⁶.

Il Testo unico riformato fornisce poi una definizione di *"private equity e venture capital"*, che è individuata nella *"attività che consiste nell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione"*²⁷.

Viene così introdotta nell'ordinamento nazionale una definizione a valenza generale di *private equity* e di *venture capital*.

Non mancavano, per la verità, precedenti definizioni di *private equity* e di *venture capital* nel nostro ordinamento: ce ne sono di fonte unionale e di fonte nazionale, ma tutte

²⁶ Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.1).

²⁷ Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.6).

funzionali a scopi specifici (ad esempio, a fini fiscali²⁸). Quanto appena esposto vale anche con riguardo ai fondi EuVECA (European Venture Capital Funds), che sono disciplinati da apposito regolamento dell'Unione europea, nel quale sono prescritti requisiti

²⁸ Si consideri, a titolo di esempio, quanto segue, tenendo a mente che, come esposto, la riforma configura la società di partenariato come un OICR chiuso.

L'art. 31 del d.l. 6 luglio 2011, n. 98 (convertito in legge 15 luglio 2011, n. 111) prevede che "1. Al fine di favorire l'accesso al venture capital e sostenere i processi di crescita di nuove imprese, utilizzando lo strumento dell'organismo di investimento collettivo del risparmio chiuso, di cui all'articolo 1, comma 1, lettera k-ter, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché delle società di investimento a capitale fisso, di cui all'articolo 1, comma 1, lettera i-bis), del medesimo testo unico, secondo le linee indicate dalla Commissione europea nella comunicazione "Europe 2020" sono emanate le seguenti disposizioni.

2. Sono definiti "Fondi per il Venture Capital" (FVC) gli organismi di investimento collettivo del risparmio chiusi e le società di investimento a capitale fisso, residenti in Italia, ai sensi dell'articolo 73, comma 3, del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, ovvero in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono compresi nell'elenco di cui al decreto del Ministro delle finanze 4 settembre 1996, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 220 del 19 settembre 1996, che investono almeno l'85 per cento del valore degli attivi in piccole e medie imprese (PMI) non quotate in mercati regolamentati, di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), punto i), del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, nella fase di sperimentazione (seed financing), di costituzione (start-up financing), di avvio dell'attività (early-stage financing) o di sviluppo del prodotto (expansion o scale up financing) e il residuo in PMI di cui all'articolo 1, comma 1, lettera w-quater.1), del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)).

3. Le società destinatarie dei FVC devono avere, tra l'altro, le seguenti caratteristiche:

- a) non essere quotate;
- b) avere sede operativa in Italia;
- c) le relative quote od azioni devono essere direttamente detenute, in via prevalente, da persone fisiche;
- d) essere soggette all'imposta sul reddito delle società o analoga imposta prevista dalla legislazione locale senza la possibilità di esserne esentate totalmente o parzialmente;
- e) essere società esercenti attività di impresa da meno di sette anni;
- f) avere un fatturato, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato prima dell'investimento del FVC, non superiore ai 50 milioni di euro.

4. Non sono soggetti ad imposizione i proventi di cui alla lettera g) del comma 1 dell'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, derivanti dalla partecipazione ai FVC.

5. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di natura non regolamentare sono stabilite, tra l'altro, le modalità attuative e di rendicontazione annuale dei gestori dei FVC al fine di rispettare le condizioni di cui ai commi 2 e 3 e le sanzioni nel caso del mancato rispetto delle suddette condizioni. Le quote di investimento oggetto delle misure di cui al presente articolo devono essere inferiori a 2,5 milioni di euro per piccola e media impresa destinataria su un periodo di dodici mesi.

precisi per poterli commercializzare nell'Unione²⁹.

La definizione introdotta dalla riforma è invece generale e abilita all'operatività nel settore di attività riservata, seppur limitatamente al *private equity* e al *venture capital*.

L'ampia definizione dell'oggetto sociale della società di partenariato è potenzialmente compatibile con i requisiti delle leggi speciali, in modo che la società di partenariato se vorrà potrà adeguarsi ai requisiti previsti dalle varie disposizioni di settore, ma non sarà obbligata a tale uniformazione per beneficiare della riserva di attività³⁰.

La tecnica definitoria dell'oggetto sociale delle società di partenariato, incentrandosi sulla nozione di "investimento" rinvia sostanzialmente alla realtà economica – similmente a quanto prevede il Testo unico bancario con riguardo all'attività bancaria³¹ – alla pratica del mercato, che specie in questo ambito è innanzitutto un mercato internazionale, e all'elaborazione delle associazioni di categoria³², potendo semmai soccorrere il potere normativo della Banca d'Italia³³.

6. Per i soggetti titolari di reddito d'impresa le disposizioni del comma 4 sono efficaci previa autorizzazione della Commissione europea secondo le procedure previste dall'articolo 108, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea".

A ciò si aggiunga che la legge 30 dicembre 2018, n. 145, ha disposto (con l'articolo 1, comma 220) che la modifica di cui alla lettera e), comma 3 dell'articolo riportato ha efficacia previa autorizzazione della Commissione europea secondo le procedure previste dall'articolo 108(3) TFUE.

29 Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital* (regolamento EuVECA).

Va peraltro rammentato che i gestori sotto soglia registrati – ivi incluse le società di partenariato sotto soglia registrate – non possono gestire fondi EuVECA né fondi EuSEF (articolo 35-*quaterdecies*, comma 1, lett. h)).

30 Per quanto riguarda invece i fondi EuVECA, essi possono restare iscritti nell'apposito registro previsto nell'art. 4-*quinquies*, comma 2, TUF, oppure chiedere l'autorizzazione come società di partenariato (o altro GEFIA autorizzato) ai sensi dell'art. 13 del decreto legislativo n. 47 del 2026.

31 P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino 1995, p. 92ss.

32 Per l'AIFI (Associazione Italiana del *private equity*, *venture capitale private debt*), ad esempio, il *private equity* è "l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine" (delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004), mentre per *venture capital* si intende "l'attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata alla realizzazione di operazioni di *early stage* (*seed e start up*) e *later stage venture ed expansion capital*. In senso stretto si riferisce ai soli investimenti in imprese nelle prime fasi di vita (*seed, start up e later stage*)" (dal sito internet dell'AIFI). Il medio-lungo termine è normalmente inteso come riferito a un arco temporale medio degli investimenti di 5-10/12 anni.

33 La tecnica usata dal legislatore, di rinvio alle prassi del mercato, è peraltro resa più immediatamente fruibile dal ruolo regolatorio assegnato alla Banca d'Italia (non a caso esercitabile anche nei riguardi delle società di partenariato sotto-soglia registrate: v. paragrafo 4), la quale può concorrere a delimitare l'ambito della riserva di attività, così potendo "mediare" una interpretazione e applicazione che altrimenti restano assegnate solo ai rapporti tra le parti private e all'eventuale giudicante, con i costi transattivi conseguenti.

Il *venture capital* è normalmente inteso quale investimento nelle *start-up* o in piccole imprese emergenti innovative, spesso associato a un alto rischio e gestito nell'ambito del fondo di *venture capital* anche mediante il contenimento e frazionamento degli investimenti nelle singole imprese, con la prospettiva di una dismissione dell'investimento in un tempo medio-lungo per ricavarne un guadagno; mentre il *private equity* indica l'investimento diretto – solitamente in capitale di rischio – da parte di un intermediario in imprese più mature al fine di consolidarne la posizione di mercato, ciò implicando talvolta anche l'acquisizione del controllo dell'impresa.

Il sostegno economico fornito con l'investimento è inteso nel modo più ampio possibile, potendo concretizzarsi tanto nell'assunzione di capitale di rischio, quanto nel finanziamento o in altre forme ibride, come recepito nella definizione del Testo unico della finanza. Il sostegno economico delle imprese, realizzato dal fondo con modalità molto varie, si riflette spesso sul governo delle imprese medesime.

Tornando alla definizione legislativa di *private equity* e di *venture capital*, in essa si prevede che l'intervento economico sia fatto in favore di imprese "non quotate nei mercati regolamentati". Nella MiFID2 c'è la definizione di "mercati regolamentati"³⁴; il TUF rimette alla Consob il potere di autorizzarli subordinatamente alla verifica del rispetto dei requisiti unionali e a quelli previsti nello stesso TUF, dopodiché la Consob li iscrive in un apposito elenco³⁵.

L'ampia definizione legislativa delle attività riservate include espressamente anche il sostegno economico successivo all'eventuale quotazione dell'impresa, in tal modo evidenziando la potenziale correlazione tra l'attività delle società di partenariato e la quotazione delle imprese in caso di successo delle iniziative.

Al riguardo, il legame con il criterio di delega è evidente: sostenere le imprese in tutte le fasi della crescita³⁶.

7. L'autonomia statutaria in materia patrimoniale

In materia patrimoniale, alle società di partenariato è riconosciuta un'ampia autonomia statutaria.

La ragione del riconoscimento di un'autonomia statutaria di tale ampiezza è l'estrema

³⁴ «mercato regolamentato»: sistema multilaterale, amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente al titolo III della presente direttiva" (art. 4(1)(21) Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE).

³⁵ Articolo 64-quater TUF.

³⁶ Si veda il paragrafo 2.

varietà dell'ecosistema del *venture capital* (*club deals*, *charities*, *family offices*, ecc.). La flessibilità è necessaria in funzione delle esigenze molto diverse che sottostanno agli investimenti nel settore.

A tale scopo, si è constatato che per le società in accomandita per azioni non sussiste un vincolo legislativo di fonte unionale per quanto riguarda la disciplina societaria in materia di formazione e di conservazione del capitale. Infatti, in base alla Direttiva (UE) 2017/1132 le disposizioni poste nel suo Capo IV in materia di "salvaguardia e modificazione del capitale" si applicano solo alle società italiane costituite in forma di società per azioni³⁷.

L'applicazione alle società in accomandita per azioni, nei limiti della compatibilità, dell'intera disciplina sulle società per azioni per effetto dell'articolo 2454 del Codice civile non consegue pertanto da una scelta unionale.

La Commissione di riforma ha anche in tal caso seguito il suo approccio generale volto a evitare il *gold plating* laddove esso non sia funzionale alle esigenze della riforma e ciò non pregiudichi la tutela della fiducia nel mercato finanziario³⁸.

Si è perciò previsto che *"I diritti patrimoniali dei soci e dei titolari degli eventuali strumenti finanziari partecipativi, incluse le modalità di determinazione del valore delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi, sono definiti dallo statuto, che può tra l'altro prevedere"* la disciplina di taluni strumenti indicati per l'appunto in via esemplificativa³⁹.

Questa scelta della Commissione di riforma ha la sua logica nel lasciare agli investitori professionali la possibilità di negoziare i loro rapporti patrimoniali; anche a tal rilievo si collega l'esigenza che i soggetti che possono investire nelle società di partenariato si dotino effettivamente di un adeguato livello organizzativo e di competenze professionali⁴⁰.

L'autonomia statutaria della società di partenariato in materia patrimoniale riguarda

³⁷ Articolo 44(1) e allegato I della Direttiva (UE) 2017/1132.

³⁸ Cfr. articolo 19, comma 2, lett. I), Legge Capitali n. 21 del 2024, come integrato dall'articolo 1, comma 1, n. 9), della legge n. 28 del 2025, recante il principio di delega volto a *"eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela"*.

Sulla portata del divieto di *gold plating* nell'ambito della delega per la riforma del TUF, si veda PISANESCHI, *Commento sub articolo 19*, in *Legge Capitali* (5 marzo 2024, n. 21) - *Commentario*, a cura di Martina, Rispoli Farina, Santoro, Torino, 2024, p. 238.

³⁹ Articolo 35-novies.3, comma 2; tale articolo si applica anche società di partenariato sotto soglia registrate (articolo 35-sexiesdecies, comma 9) e alle società di partenariato in gestione esterna (articolo 38-bis, comma 10).

⁴⁰ P. ANGELINI, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, Indirizzo di saluto al convegno "La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio", Roma, 30 gennaio 2026, in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2026/20260130-angelini/index.html>.

in particolare la raccolta (azioni, strumenti finanziari partecipativi, strumenti giuridici non altrimenti incorporati⁴¹), gli investimenti⁴², la struttura dei diritti patrimoniali⁴³.

I limiti specifici all'autonomia statutaria in materia patrimoniale delle società di partenariato sono costituiti dalle disposizioni del Testo unico della finanza, tra le quali v'è il divieto esplicito per le società di partenariato di emettere obbligazioni⁴⁴, e dalle altre disposizioni che trovano la loro fonte in disposizioni inderogabili di fonte Unionale.

Quanto esposto implica, ad esempio, che la società di partenariato possa disporre nel proprio statuto in materia di distribuzione degli utili di comparto, eventualmente anche in assenza di utili complessivi della società, dato che le disposizioni della Direttiva (UE) 2017/1132 che dispongono diversamente sul punto (art. 56) si applicano, come detto, necessariamente alle sole società in accomandita per azioni italiane⁴⁵.

Nel Testo unico della finanza riformato, le richiamate disposizioni sull'autonomia statutaria vanno lette congiuntamente alla previsione generale per la quale alle società di partenariato *"Qualora non diversamente disposto dalla presente sezione, alla società di partenariato si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni"* che il codice civile dedica alle società in accomandita per azioni⁴⁶. Ne consegue che le norme che il TUF dedica

41 Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.1), in forza del quale nel TUF si intende per *"società di partenariato"*: 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". Nello stesso senso, si vedano gli articoli 35-novies.1, comma 1, lett. h) e i), e 35-novies.3., comma 2, lett. f).

42 Articolo 1, comma 1, i-quater.6), in forza del quale nel TUF si intende per *"private equity e venture capital"*: l'attività che consiste nell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione".

43 Articolo 35-novies.3., comma 2: *"I diritti patrimoniali dei soci e dei titolari degli eventuali strumenti finanziari partecipativi, incluse le modalità di determinazione del valore delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi, sono definiti dallo statuto, che può tra l'altro prevedere: ..."*.

44 Articolo 35-novies.3, comma 5, per le società di partenariato in gestione interna autorizzate. Articolo 35-sexiesdecies, comma 9, per le società di partenariato sotto-soglia registrate. Articolo 38-bis, comma 10, per le società di partenariato in gestione esterna.

45 Il testo definitivo del decreto legislativo di riforma include l'articolo 35-quater, comma 5-bis nell'elenco delle disposizioni applicabili ove lo statuto della società di partenariato a gestione interna autorizzata preveda la possibilità di costituire più comparti (articolo 35-novies.1, comma 7). Questa inclusione ha automaticamente effetto anche per le società di partenariato sotto soglia registrate in forza dell'articolo 35-sexiesdecies, comma 9. Nulla è precisato sulle società di partenariato in gestione esterna, ma per quanto esposto non avrei dubbi sulla possibilità delle stesse di distribuire proventi di comparto in assenza di utili complessivi della società alle stesse condizioni previste per le altre società di partenariato.

46 Articolo 35-novies.6., comma 1; la disposizione si applica anche alle società di partenariato sotto-soglia registrate (articolo 35-sexiesdecies, comma 9) e alle società di partenariato in gestione esterna (articolo 38-bis, comma 10).

alle società di partenariato prevalgono sulle disposizioni del codice civile relative alle società in accomandita per azioni; e ciò vale anche per le previsioni statutarie adottate dalle società di partenariato in forza delle ricordate disposizioni del TUF.

In chiusura del commento a questa parte della disciplina, può evidenziarsi che la tecnica normativa usata – improntata a regole di principio e all'autonomia statutaria – solleciterà innanzitutto gli operatori a prestare una particolare cura nel regolare in modo chiaro nello statuto i numerosi aspetti rimessi all'autonomia societaria; analogamente, è prevedibile che essa produca conseguenze anche per i FIA diversi dalle società di partenariato, per un normale processo di allineamento competitivo. La stessa, su di un piano più generale, potrebbe altresì concorrere a superare la lettura "imperativa" del diritto societario italiano almeno per questa parte speciale⁴⁷.

8. La società di partenariato in gestione esterna

Come ho evidenziato al principio, nella prassi estera è normale il ricorso alla gestione esterna delle risorse raccolte e destinate al *private equity* e al *venture capital*; da ciò, e considerata anche l'attenzione verso il mercato posta dal legislatore della riforma, è possibile trarre elementi utili anche a fini giuridici, in modo che la tutela del pubblico risparmio non interferisca nella scelta degli operatori di mercato tra la gestione diretta e quella esterna, se non per quanto realmente correlato alle diverse modalità gestorie, le quali in tal modo dovrebbero tendenzialmente risultare giuridicamente "neutrali", nel senso indicato.

Se, dunque, dal testo del TUF riformato emergono elementi che sembrano differenziare il trattamento della gestione interna da quello dedicato alla gestione esterna, la ragione dei quali si fatica a rintracciare – come ad esempio per la possibilità per le società di partenariato in gestione esterna di distribuire proventi di comparto in assenza di utili complessivi della società⁴⁸ – occorre essere consapevoli che non è ciò che si voleva.

Una notazione sul socio che sia un gestore professionale, il quale può essere gestore di una società di partenariato in gestione esterna⁴⁹. Ci si potrebbe domandare quale senso o quali conseguenze abbia in concreto tale possibilità. Può soccorrere la stessa logica che sottostà all'esperienza dell'accomandita, che nell'affidamento al socio accomandatario di una funzione sociale qual è l'amministrazione rinvia un rafforzamento del perseguimento dell'interesse sociale; analogamente potrebbe ritenersi nella fattispecie.

47 C.A. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021(1-2), pp. 172ss. Cfr. anche i contributi di ENRIQUES (*Diritto societario e finanziamento delle imprese innovative: quali riforme in Europa e in Italia?*, in *Rivista delle società*, 2025, p. 577ss.) e NOTARI (*Norme imperative e libertà statutaria nel venture capital*, in *Rivista delle società*, 2025, p. 587ss.).

48 Sopra, paragrafo 7.

49 Articolo 38-bis, comma 2: "Il gestore esterno può essere anche socio della società di partenariato".

Solo una riflessione specifica, prima di concludere, sull'affidamento della gestione a un socio, con riguardo all'assolvimento dei doveri nei confronti delle Autorità di vigilanza, ove si consideri l'accentramento della vigilanza pubblica sul gestore in caso di gestione esternalizzata⁵⁰; sarà quindi normale che nel caso ipotizzato il (socio-)gestore utilizzi a fini gestori la propria organizzazione, più che quella della società di partenariato.

Mi fermo qui e vi ringrazio dell'attenzione.

⁵⁰ Articolo 38-bis, commi da 7 a 9.