

Roma, 21 luglio 2026

A TUTTE LE ASSOCIATE
- Loro Sedi -

OPINION LEGALE N. 2/2026

Comunicazione – Temi di interesse

CLUB DEAL_2026_058_C

OGGETTO: Approfondimento sul *Club Deal* – Studio a cura dell’Avv. Lorenzo Macchia, Studio ADVANT Nctm e del Dott. Andrea Di Gialluca, Studio Visentini Marchetti & Associati

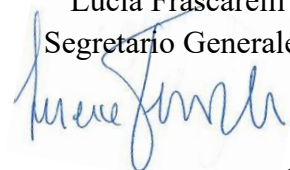
Nell’ambito del Gruppo di Lavoro “Nuove attività” sono stati esaminati i limiti, la natura e le modalità di svolgimento da parte della società fiduciaria, con specifico riguardo al *Club Deal*, quale forma di investimento che permette agli investitori di condividere i rischi e le responsabilità dell’investimento e che consente altresì l’accesso ad investimenti di maggiori dimensioni che richiedono una quantità significativa di patrimonio ed una diversificazione del portafoglio.

Il presente studio, redatto dell’Avv. Lorenzo Macchia dello Studio ADVANT Nctm e dal Dott. Andrea Di Gialluca dello Studio Visentini Marchetti & Associati, si propone di offrire alle Associate un primo approfondimento sull’istituto del Club Deal. A tal fine, i consulenti dell’Associazione hanno predisposto un’analisi che tiene conto anche delle novità introdotte dal D.Lgs. n. 47/2026, attuativo della c.d. Legge Capitali (Legge n. 21/2024), il quale ha avviato una riforma organica del Testo Unico della Finanza (TUF) e del Codice Civile, con l’obiettivo di modernizzare il mercato finanziario italiano, dedicando particolare attenzione alla disciplina delle società di partenariato.

L’elaborato ha carattere generale e si propone di fornire un inquadramento introduttivo e ricognitivo dell’istituto, delineandone i principali profili giuridici e operativi.

I migliori saluti

LF/cdr

Lucia Frascarelli
Segretario Generale




OGGETTO: Approfondimento sul *Club Deal* – Studio a cura dell’Avv. Lorenzo Macchia, Studio ADVANT Nctm e del Dott. Andrea Di Gialluca, Studio Visentini Marchetti & Associati.

1. Il club deal. Cenni generali

Il *club deal* è una forma di investimento di derivazione nordamericana, non disciplinata nell’ordinamento interno, non riconducibile *tout court* a strumenti finanziari o veicoli di investimento regolamentati e caratterizzata, dunque, da flessibilità e adattabilità alle esigenze del caso concreto.

L’istituto in esame trae origine dal mondo del *private equity* statunitense e in particolare in quella tipologia di operazioni effettuate in società generalmente non quotate sui mercati, non da una singola *private equity firm* ma da un pool di fondi che si costituisce in un club (¹).

Con l’espressione *club deal* si fa riferimento a una particolare tipologia di investimento che prevede la costituzione di un veicolo di investimento da parte di un numero limitato di soggetti (principalmente family office, investitori istituzionali selezionati o high-net-worth individuals) che decidono di aggregarsi al fine di compiere una o più operazioni (uno o più deals), tipicamente consistenti nell’acquisizione di una quota di partecipazione al capitale sociale di una o più società target, allo scopo di conseguire un guadagno finanziario entro un orizzonte temporale medio-lungo.

Si precisa sin da ora che la società veicolo si occupa di detenere e amministrare le partecipazioni nella società target - tenendo in ogni caso conto delle strategie di exit - garantendo una distinzione giuridica tra i soggetti investitori e il veicolo di investimento, e patrimoniale tra il capitale detenuto dai singoli investitori e quello impiegato per l’affare. Questo approccio consente di limitare il rischio per i partecipanti, proteggendo i loro asset personali e garantendo una maggiore trasparenza nella gestione finanziaria.

Il *club deal*, dunque, non prevede raccolta preventiva di capitale, né alcuna delega gestionale stabile a un gestore autorizzato; ciascun investitore mantiene autonomia decisionale e partecipa personalmente alla strutturazione e alla governance dell’operazione.

Infatti, nelle operazioni di *club deal* i partecipanti non conferiscono al promotore dell’iniziativa alcun potere gestorio, né alcuna discrezionalità in ordine alla scelta dell’individuazione del target di investimento, che nella prassi avviene a monte.

Il *club deal* permette ai partecipanti di condividere i rischi e le responsabilità dell’operazione e consente l’accesso a investimenti diversificati e di maggiori dimensioni, che

¹) F. BARRACHIDI, “A Competition Law Analysis of Private Equity “Club Deals” in “The Oxford Handbook of Private Equity” edit by D. Cumming, Oxford-Newyork, 2012, 243 ss.



richiederebbero una quantità significativa di patrimonio e capacità finanziarie elevate nel caso in cui fossero effettuati individualmente.

Tramite tale operazione, in altri termini, si coniugano le esigenze, da un lato, di diversificazione, e, dall'altro, di conseguire una posizione, seppur minoritaria, in un investimento di particolare rilevanza ⁽²⁾.

2. Struttura di un investimento in club deal

Ferma restando l'eterogeneità che la caratterizza, la prassi operativa prevede la strutturazione dell'operazione di *club deal* in una successione di specifici passaggi.

Il soggetto che dà avvio al *club deal* è il c.d. *deal sourcing*, ossia il vero e proprio promotore dell'investimento. Il *deal sourcing* individua l'obiettivo dell'investimento e ne definisce la struttura ⁽³⁾.

Il promotore dell'investimento (o promotori dell'investimento in caso di pluralità) costituisce una società *ad hoc*, volta a raccogliere e aggregare capitale anche da terzi per investire in una o più società target già individuate dallo stesso promotore fautore dell'iniziativa

Una volta che il promotore ha selezionato l'oggetto dell'investimento, questo viene proposto agli investitori, i c.d. *club members*, ossia a coloro che partecipano materialmente all'investimento, apportando capitale su base "*deal by deal*" senza assumere un ruolo gestionale diretto.

I *club members* che decidono di partecipare all'operazione proposta sottoscriveranno un accordo di investimento con la società *ad hoc* costituita dal promotore (o dai promotori).

Nell'ambito del suddetto accordo, vengono delineate le condizioni attraverso cui il veicolo di investimento può proporre un investimento, nonché le modalità di realizzazione dello stesso.

Da ciò emerge una delle peculiarità più vantaggiose del *club deal*: gli investitori possono esaminare le singole proposte sottoposte loro dai promotori e scegliere di volta in volta se aderire o meno.

Dopo che sono stati definiti sia l'investimento, sia i soggetti che aderiscono, al fine di realizzare il progetto proposto, la società *ad hoc*, costituita dai soli promotori, e i soggetti terzi, che hanno deciso di partecipare all'investimento, costituiscono un veicolo funzionale all'investimento con definizione del relativo patto parasociale e della relativa governance.

Mancando nell'ordinamento una disciplina specifica del fenomeno, il veicolo di investimento può assumere le strutture giuridiche più appropriate al caso concreto (solitamente SPV, società di capitali).

²⁾ BARCELLONA, "La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della Direttiva GEFIA" in "Quaderni di giurisprudenza commerciale", 2017, pag. 78.

³⁾ Stabilendo ad esempio sotto quale forma giuridica debba essere costituito il veicolo di investimento.



La scelta della struttura e forma giuridica del veicolo di investimento generalmente ricade tra la società per azioni o la società a responsabilità limitata e può dipendere da diversi fattori, la cui valutazione è rimessa giocoforza ai soggetti costituenti, quali ad esempio ⁽⁴⁾:

a) la durata dei patti parasociali: nelle società a responsabilità limitata la legge e la giurisprudenza non prevedono una durata massima ⁽⁵⁾, mentre per le società per azioni non quotate è prevista una durata massima di cinque anni rinnovabile ai sensi dell'art. 2341-bis c.c.;

b) la possibilità di procedere ad una eventuale futura quotazione del veicolo: la società per azioni è già predisposta per tale operazione straordinaria, mentre una società a responsabilità limitata richiederebbe una trasformazione;

c) la differente gestione di eventi straordinari o che possano comunque incidere sull'equilibrio della compagine sociale: la società per azioni offre strumenti più flessibili di gestione come l'acquisto di azioni proprie;

d) la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi, obbligazioni convertibili e strumenti ibridi: consentiti come noto per le società per azioni.

In ogni caso sarà necessaria la predisposizione di specifici documenti e contratti volti a consentire l'ingresso nel *club deal* di soggetti terzi e a regolare i rapporti tra i partecipanti, come ad esempio:

(i) un accordo di investimento diretto a stabilire i termini e le condizioni degli apporti di capitale dei singoli investitori;

(ii) i patti sociali (statuto della società veicolo) e patti parasociali tra i soci/quotisti al fine di condividere le scelte da esprimere e di stabilire appropriate regole aventi ad oggetto la governance della società, i diritti patrimoniali, il trasferimento delle quote/azioni, la strategia e le tempistiche dell'uscita dall'investimento, con l'intento di assicurare stabilità e continuità di indirizzo nella gestione del veicolo.

La società veicolo (sotto forma di società di capitali) generalmente opera attraverso un sistema di governance classico che comprende il consiglio di amministrazione (o l'amministratore unico) e l'assemblea dei quotisti/azionisti che prendono le relative decisioni e delibere in relazione alle materie di competenza.

Particolarmente rilevanti e delicati in tale tipologia di società sono i temi relativi ai diritti amministrativi e patrimoniali e ai sistemi di incentivazione nonché quelli relativi alle scelte di investimento e disinvestimento.

È prassi, infatti, dividere i partecipanti al *club deal* in "operativi" o "finanziari". I primi sono chiamati oltre a fornire il capitale di rischio anche ad assumere ruoli gestionali/amministrativi in seno alla società veicolo o addirittura alla società target, mentre i

⁴⁾ ZANONI, CACCIAPUOTI, LUONGO, "Gli investimenti tramite club deal: un modello in evoluzione" in "Diritto Bancario", 11 dicembre 2025.

⁵⁾ Cassazione Civile, 18 luglio 2007, n. 15963.



secondi si limitano a contribuire con capitale di rischio e non partecipando alla gestione corrente e operativa del *club*.

In tal senso, si rende necessario contemperare le esigenze concorrenti: da un lato, garantire ai partecipanti “operativi” gli strumenti necessari e incentivanti per svolgere efficacemente la gestione operativa; dall’altro, evitare che una eccessiva concentrazione di poteri in favore dei primi possa compromettere la tutela degli investitori “finanziari”.

In ogni caso, per il tramite di tale veicolo viene perfezionato l’acquisto della partecipazione nella *target*, per lo più costituita da *start-up* o PMI. Solitamente i *club deal* hanno una breve durata; pertanto, coloro che hanno investito realizzano la rendita relativa all’investimento mediante il conseguimento delle plusvalenze all’uscita dal *club deal* o allo scioglimento dello stesso.

3. Vantaggi del club deal

Il modello di funzionamento del *club deal* rende lo stesso particolarmente appetibile per gli investitori e ne sta pertanto decretando un discreto successo.

Il *club deal* garantisce i seguenti vantaggi:

- libertà di partecipazione: i soci di un *club deal*, possono di volta in volta decidere se partecipare all’investimento, in base alle proprie disponibilità e al proprio interesse nel progetto;
- libertà nell’ammontare dell’investimento: i soci di un *club deal* hanno facoltà di decidere discrezionalmente la somma da investire;
- libertà nel mezzo con cui attuare l’investimento: i soci di un *club deal* possono investire nella società target tramite denaro, partecipazioni oppure mediante l’investimento diretto in beni immobili;
- accesso a investimenti esclusivi: possibilità di accedere a operazioni di alto valore normalmente riservate ai grandi fondi di *private equity*;
- diversificazione del rischio: la condivisione delle risorse, e la scelta sull’ammontare dell’investimento, permette di ridurre il rischio individuale;
- flessibilità: maggiore libertà nella scelta degli investimenti e delle tempistiche di entrata e di uscita.

4. Il club deal e le altre forme di aggregazione di capitali

Si ritiene che il *club deal* non possa essere ricondotto nella categoria delle c.d. “sollecitazioni all’investimento”. Ai sensi dell’art. 1, co. 1 lett. t), t.u.f. l’offerta al pubblico di prodotti finanziari corrisponde ad “ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e dei



prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati". In questo caso la sollecitazione, improntata a tutelare il risparmiatore, deve essere generalmente indirizzata a più persone, a prescindere da un contratto individuale, e deve contenere le informazioni sufficienti a mettere l'investitore nella condizione di decidere se acquistare o meno un determinato strumento finanziario.

Differentemente, nel *club deal*, viene meno la necessità di tutelare gli investitori, e la sollecitazione, più propriamente, proposta, all'investimento, non è rivolta a tutti i soggetti indistintamente, ma solo agli stessi promotori e/o agli investitori che hanno sottoscritto il sopra menzionato accordo quadro. Inoltre, l'offerta al pubblico, nell'accezione intesa dal t.u.f., contrariamente alle operazioni di *club deal*, prevede per l'operatività della disciplina, dei limiti quantitativi e qualitativi ⁽⁶⁾.

Il fenomeno del *club deal* non può essere neppure assimilato a quello del *crowdfunding*, dal momento che quest'ultimo prevede una raccolta di fondi su una piattaforma digitale accessibile sul web (al contrario di quanto avviene con il *club deal*).

In particolare, il *crowdfunding* è ad oggi regolamentato – a differenza del *club deal* – ed è stata introdotta in riferimento allo stesso, la figura del "gestore di portali" per la raccolta di capitali per le start up innovative, che opera tramite una piattaforma online che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte di tali società.

Da ultimo, occorre chiarire che rispetto al tradizionale *private equity*, l'istituto del *club deal* ha una maggior flessibilità in quanto l'investitore non è tenuto a versare il c.d. "*pre-commitment*" di liquidità, ma può scegliere di volta in volta, se finanziare determinati progetti ⁽⁷⁾. Vieppiù, nella maggior parte dei casi, in un'operazione di *club deal* non è prevista una data di *exit*, che dunque, può avvenire nel momento più redditivo per l'investitore ⁽⁸⁾.

Ferme le differenze con i singoli istituti sopra richiamati, è evidente che particolare attenzione andrà riservata alla concreta articolazione del *club deal* nei singoli casi, proprio al fine di non configurare, per le effettive modalità di realizzazione dell'operazione, una delle forme di investimento regolamentate e riservate.

Il successivo paragrafo 5 è dedicato all'approfondimento di tale questione, prendendo le mosse dalla nozione di gestione collettiva del risparmio per valutare la differenza tra essa e

⁶⁾ In particolare, non sono considerate offerte pubbliche quelle rivolte a meno di 150 investitori non qualificati per Stato membro dell'UE e quelle di importo complessivo inferiore a 8 milioni di euro in un periodo di 12 mesi, come stabilito dal Regolamento UE 2017/1129. In questi casi, l'art. 100 del t.u.f. prevede un'esclusione dall'obbligo di trasparenza.

⁷⁾ Inoltre, coloro che partecipano al *club deal* possono partecipare all'intero processo di investimento: dalla selezione al supporto strategico, dal monitoraggio alla gestione dell'operazione finanziaria. Questo elemento rende l'istituto del *club deal* diverso, anche ad esempio, dai fondi d'investimento, giacché questi ultimi sono gestiti, solitamente, da professionisti del settore e non prevedono un coinvolgimento dei soggetti nelle varie fasi dell'investimento.

⁸⁾ In un fondo di *private equity*, la data di *exit*, previamente concordata, è il momento in cui un investitore liquida la propria partecipazione per realizzare un ritorno sull'investimento.



l'investimento tramite *club deal* e le ragioni che confermano che il *club deal* non è una gestione collettiva del risparmio.

5. La riserva sulla gestione collettiva del risparmio e i club deal

Si definisce “gestione collettiva del risparmio” il servizio che si realizza attraverso la gestione di organismi di investimento collettivo del risparmio (di seguito, “OICR”) e dei relativi rischi ⁽⁹⁾.

La nozione di OICR trae origine dall'ordinamento comunitario che come noto è venuto ad articolarsi in due discipline, la Direttiva 2009/65/UE (c.d. Direttiva UCITS) avente ad oggetto la disciplina dei fondi armonizzati e la Direttiva 2011/61/UE (c.d. Direttiva GEFIA) avente ad oggetto la disciplina dei gestori dei fondi alternativi (FIA).

Ai fini di un corretto inquadramento del concetto di OICR assume rilevanza la definizione di FIA fornita dalla Direttiva GEFIA ossia gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che ⁽¹⁰⁾:

- (i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori;
- (ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE.

L'ESMA, in data 13 agosto 2013, ha pubblicato gli “Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA” (di seguito, “**Orientamenti ESMA**”) ⁽¹¹⁾ ove si precisa che la presenza dei seguenti presupposti oggettivi della definizione di FIA, di cui al suindicato art. 4 della Direttiva GEFIA:

- a) “organismo di investimento collettivo”,
- b) “raccolta di capitale”,
- c) “pluralità di investitori”,
- d) “politica d'investimento predeterminata”,

dovrebbe essere sufficiente a stabilire che l'organismo, nella sua totalità, si possa qualificare come un FIA.

Nel dettaglio, la Direttiva GEFIA e l'ESMA definiscono i FIA come organismi di investimento collettivo (OICR), i cui caratteri qualificanti sono i seguenti:

- a) l'organismo non ha uno scopo commerciale o industriale generale, per tale intendendosi un'attività commerciale che comprenda l'acquisto, la vendita e/o lo scambio di beni e merci e/o di servizi non finanziari, ovvero un'attività industriale, che comprenda la produzione di beni o costruzioni di proprietà, oppure una combinazione delle due attività citate;

⁹⁾ Cfr. art. 1, comma 1, lett. n), TUF.

¹⁰⁾ Cfr. art. 4 della Direttiva 2011/61/UE.

¹¹⁾ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_it_cor.pdf.



- b) l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un rendimento aggregato per detti investitori;
- c) i detentori di quote o gli azionisti di un organismo – in qualità di gruppo collettivo – non hanno discrezionalità o un controllo su base giornaliera.

In relazione all'elemento della “raccolta di capitali” l'ESMA precisa che questo consiste in un'attività diretta al compimento di azioni dirette o indirette da parte del gestore al fine di assicurare il trasferimento di o l'impegno a trasferire capitale da parte di uno o più investitori (non preesistenti) a favore dell'organismo, allo scopo di investirlo nel rispetto di una politica predeterminata.

Altro requisito caratterizzante i FIA è la sussistenza di una “pluralità di investitori”, che risulta rispettato ogniqualvolta si faccia raccolta di capitale da più investitori, indipendentemente dal risultato raggiunto, ma anche quando il quotista unico di un OICR sia portatore “sostanziale” degli interessi di una pluralità di soggetti che vogliano sfruttare gli strumenti della gestione collettiva del risparmio, indipendentemente dalla forma con la quale si approcciano alla stessa.

Dunque, il requisito della «pluralità di investitori» è strettamente correlato a quello della raccolta di capitale: ove un organismo sia in grado di raccogliere capitale presso terzi, allora si potrebbe dire che lo stesso sia partecipato da una pluralità di soggetti.

Infine, gli Orientamenti ESMA evidenziano che il requisito della presenza di una “politica d'investimento predeterminata” ha la funzione di delimitare e circoscrivere l'attività del gestore ossia di limitare la sua discrezionalità.

La politica d'investimento in ogni caso deve essere specifica e circostanziata: l'assenza di un'indicazione puntuale in merito alle scelte che il gestore può compiere esclude il requisito oggetto di esame.

A tal proposito, l'ESMA precisa altresì che non assume rilevanza qualsiasi politica d'investimento, ma solo quella che risulti predeterminata, ossia quella che presenta i seguenti caratteri:

- a) la politica d'investimento è determinata e fissata al più tardi al momento in cui gli impegni degli investitori verso l'organismo diventano vincolanti per loro;
- b) la politica d'investimento è sancita in un documento che diventa parte o cui si fa riferimento nelle norme o nei documenti costitutivi dell'organismo;
- c) l'organismo o la persona giuridica che gestisce l'organismo ha un obbligo (qualunque ne sia la fonte) nei confronti degli investitori, che essi possono fare valere per legge e che impone di seguire la politica d'investimento, comprese tutte le modifiche effettuate su quest'ultima;
- d) la politica d'investimento specifica gli orientamenti da seguire per l'investimento, con un riferimento a criteri che includono uno o tutti i seguenti elementi:
 - (i) investire in certe categorie di attività o attenersi ai vincoli sull'allocazione degli investimenti;



- (ii) seguire determinate strategie;
- (iii) investire in particolari regioni geografiche;
- (iv) rispettare i limiti in materia di leva finanziaria;
- (v) rispettare i periodi di detenzione minimi;
- (vi) rispettare altri limiti volti ad assicurare una diversificazione del rischio.

Passando all'ordinamento nazionale, l'art. 1 comma 1, lett. k), TUF definisce OICR *“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 in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”*.

Alla definizione contenuta nella Direttiva GEFIA, la definizione del TUF di OICR aggiunge due elementi:

- a) la gestione del patrimonio “in monte nell'interesse degli investitori”;
- b) la gestione “in autonomia dagli investitori”.

Il riferimento alla “gestione in monte” è utilizzato per differenziare una gestione collettiva ossia nell'interesse di una collettività di investitori da una gestione individuale ossia nell'interesse di un solo soggetto.

Il riferimento al requisito dell'autonomia appare molto vicino al concetto di “discrezionalità” di derivazione comunitaria prima rappresentato.

Rileva altresì l'art. 32-*quater* del TUF per la definizione di servizio di gestione collettiva del risparmio inteso come *“l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano (...)”*.

Si introduce il concetto di professionalità che deve assistere la prestazione del servizio per essere assoggettato alla riserva di attività.

Passando, infine, alla normativa secondaria italiana il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato da Banca d'Italia il 19 gennaio 2015, definisce i criteri interpretativi in relazione all'ambito di applicazione della riserva di attività. Nello specifico per Banca d'Italia:

- a) il servizio di gestione collettiva del risparmio è svolto con carattere di professionalità ed è, pertanto, organizzato in modo da essere esercitato nei confronti di una platea indeterminata di soggetti in modo sistematico e non meramente occasionale;
- b) la responsabilità dell'attività di gestione è attribuita in via esclusiva al gestore di OICR;



- c) i partecipanti non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell'OICR e delle attività in portafoglio;
- d) la politica di investimento si basa sul principio di frazionamento del rischio.

Alla luce di quanto sopra, vale la pena chiedersi, se l'operazione di *club deal*, così come sopra rappresentata nelle sue linee generali, possa rientrare o meno nel concetto di OICR e l'attività prestata dalla società veicolo possa configurarsi come gestione collettiva del risparmio. Sono state elaborate varie tesi fondate sui concetti chiave prima rappresentati

a. La tesi della “preesistenza del gruppo”

Secondo una prima ricostruzione il *club deal* potrebbe operare al di fuori della riserva di legge sulla base della presenza del requisito della “*preesistenza del gruppo*” ⁽¹²⁾. A titolo esemplificativo, si pensi ad un gruppo di investitori già legati in affari dalla partecipazione a una medesima iniziativa imprenditoriale che decidano di investire nel mercato finanziario i profitti accumulati nel tempo grazie all'attività comune, organizzandosi attraverso un veicolo societario funzionante alla stregua di un “fondo di investimento”. In tal caso, non ci sarebbe raccolta di capitali “esterni” al gruppo originario.

In altri termini, nel caso di un veicolo di investimento costituito da investitori facenti tutti parte di un gruppo preesistente, ci si troverebbe dinanzi a un auto-investimento ⁽¹³⁾, con la conseguenza che non sarebbe ravvisabile alcuna “apertura al pubblico” di un progetto promosso grazie all'iniziativa degli stessi investitori e circoscritto al novero degli stessi ⁽¹⁴⁾.

Diverso sarebbe, invece, il caso in cui il *club deal* fosse costituito anche da soggetti estranei al gruppo preesistente e apportatori di capitale “esterno”, nel qual caso ci si troverebbe di fronte a un etero-investimento, e, dunque, a un possibile fondo di investimento.

In via di estrema sintesi, la ragione dell'esclusione dalla “riserva di attività” risiederebbe, secondo tale impostazione, nell'insussistenza del requisito della raccolta di capitale rivolta all'esterno di un gruppo predeterminato.

Tuttavia, tale impostazione non appare convincente posto che gli Orientamenti ESMA utilizzano la definizione di “gruppo preesistente” non con un significato avente carattere generale ma come precisazione per definire un gruppo di membri di una famiglia.

Ove si intenda sostenere che, ai fini della “riserva di attività”, la raccolta di capitali all'interno di un gruppo preesistente non rilevi, si dovrebbe allora ammettere l'esistenza del

¹²⁾ SANDRELLI, “Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi” in “Rivista delle società”, fascicolo n. 2-3/2015, pag. 406.

¹³⁾ E. BARCELLONA, “La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della Direttiva GEFIA” in “Quaderni di giurisprudenza commerciale”, 2017, pag. 80.

¹⁴⁾ SANDRELLI, “Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi” in “Rivista delle società”, fascicolo n. 2-3/2015, pag. 406.



generale principio per cui un fondo esiste solo quando la raccolta di capitali sia rivolta all'esterno rispetto a qualsiasi gruppo preesistente (sia esso familiare o di qualsiasi altra analoga natura).

La normativa di riferimento e l'ESMA però non si spingono fino a tal punto.

Si potrebbe al più sostenere, come possibile spiegazione, che l'assoggettamento o meno alla "riserva di attività" si giustifichi con esigenze di tutela degli investitori: nel contesto di relazioni preesistenti, la fiducia dell'investitore deriverebbe direttamente dal rapporto personale, riducendo così la necessità di protezione normativa. Anche questa argomentazione appare, tuttavia, poco convincente.

Ne è una dimostrazione l'esperienza della gestione individuale del risparmio: anche qui la disciplina è chiaramente volta a tutelare l'investitore, ma la presenza di rapporti personali tra gestore e clienti non elimina affatto l'obbligo di autorizzazione. Un soggetto che gestisse patrimoni, anche solo per amici o membri di un'associazione, senza i necessari titoli, commetterebbe comunque esercizio abusivo di attività riservata.

Se quindi la relazione preesistente è irrilevante nella gestione individuale – dove la tutela dell'investitore è centrale – non si vede perché dovrebbe assumere rilevanza nella gestione collettiva, che si fonda sulla medesima esigenza di protezione.

b. La tesi dell'“autonomia della gestione”

Secondo altra ricostruzione, caratteristica fondamentale del servizio di gestione collettiva non presente nei *club deal* è la c.d. “autonomia gestionale”, ossia la “differenziazione funzionale” tra il ruolo del gestore e il ruolo dell'investitore ⁽¹⁵⁾.

I criteri per determinare tale caratteristica sono essenzialmente due:

- (i) potere gestorio dell'OICR in mano a soggetti diversi rispetto agli investitori;
- (ii) remunerazione del gestore dissociata dalla partecipazione al profitto secondo principi di proporzionalità rispetto al capitale investito.

In altri termini, ciò che rileva per la rappresentata teoria è se il *club deal* sia o meno strutturato in modo da consentire l'incontro tra un ceto di gestori e un ceto di risparmiatori, ove i primi si riservano un autonomo potere di gestione professionale e vengono remunerati dai secondi proprio in ragione dell'esercizio di tale attività professionale. Dunque, del tutto irrilevante sarebbe la presenza o meno di qualsivoglia preesistente relazione tra i membri del *club* ⁽¹⁶⁾.

Tuttavia, anche tale impostazione appare poco convincente.

¹⁵⁾ E. BARCELLONA, “La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della Direttiva GEFIA” in “Quaderni di giurisprudenza commerciale”, 2017, pag. 81. SCHIAVELLO, “La riserva relativa al servizio di gestione collettiva e la società di investimento” in “Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio”, 2015, pag. 48.

¹⁶⁾ SCHIAVELLO, “La riserva relativa al servizio di gestione collettiva e la società di investimento” in “Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio”, 2015, pagg. 47 e ss.



A mente dell'art. 37, comma 3, TUF, nei fondi chiusi diversi dai FIA riservati i partecipanti possono riunirsi in assemblea per deliberare sulla sostituzione del gestore, sicché è evidente come vi sia piena compatibilità tra “gestione collettiva del risparmio” e correlazione tra potere gestorio e entità del capitale investito.

Ancora nei fondi costituiti in forma societaria (SICAV e SICAF), la stessa relazione tra potere e capitale discende direttamente dalle regole societarie applicabili: risulta evidente che la gestione collettiva è perfettamente compatibile con un modello in cui la nomina del gestore dipende dalle ordinarie regole assembleari.

Infine, vale la pena evidenziare che il requisito dell'autonomia gestionale non è indicato come qualificante del concetto di OICR e di gestione collettiva in ambito europeo.

c. La tesi della “mancanza di gestione”

L'interpretazione più diffusa ritiene che l'elemento decisivo ai fini dell'applicabilità o meno della riserva di attività nei *club deal* risiede nella verifica del requisito della “discrezionalità della gestione”.

Nello specifico, nelle operazioni di *club deal* i partecipanti/investitori non affidano il proprio capitale a un promotore affinché questi lo gestisca, ossia adotti discrezionalmente scelte di investimento e disinvestimento, attività tipica svolta da un gestore di fondi. Al contrario, il promotore si limita a proporre ai partecipanti una determinata opportunità di investimento rispetto a un *target* determinato; l'investitore, se accetta di partecipare al *club*, compie la propria scelta di investimento e non affida il patrimonio a terzi per la gestione dello stesso. In tal senso, è impossibile parlare di “gestione del risparmio altrui” a fronte di una scelta di investimento compiuta *nomine proprio* ⁽¹⁷⁾.

Di conseguenza, ciò che manca, rispetto alla fattispecie della gestione collettiva del risparmio, non è la raccolta del capitale, né tantomeno l'autonomia del gestore, quanto piuttosto la gestione in sé.

Pertanto, in difetto di discrezionalità da parte del gestore nell'impiego del capitale conferito dagli investitori, e, dunque, di qualsivoglia elemento “gestorio”, vengono meno sia le esigenze di tutela del risparmiatore rispetto al conflitto di interesse, sia le esigenze di salvaguardia del mercato dal rischio sistemico di destabilizzazione.

Invero, la gestione collettiva del risparmio si caratterizza per l'indefettibile presenza sia dell'elemento gestorio, sia di una politica di investimento diversificata, che, a ben vedere, difettano nelle operazioni di *club deal*. L'operazione di *club deal* si sostanzia in un co-investimento rispetto a un *target* predefinito e pre-approvato dagli investitori ⁽¹⁸⁾.

¹⁷ E. BARCELLONA, “La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della Direttiva GEFIA” in “Quaderni di giurisprudenza commerciale”, 2017, pagg. 88 e ss.

¹⁸) SCHIAVELLO, “La riserva relativa al servizio di gestione collettiva e la società di investimento” in “Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio”, 2015, pag. 49.



Del tutto irrilevante è la circostanza che il promotore – che, pertanto, non è gestore, ma semmai “scouter” di un investimento mirato, limitandosi, infatti, a identificare un possibile target di investimento e a proporlo agli investitori – possano essere riconosciuti compensi ovvero poteri (con riguardo, in particolare, all’esercizio dei diritti sociali inerenti alle partecipazioni acquistate nella società target) più che proporzionali rispetto al capitale direttamente investito dal medesimo promotore. Invero, tali prerogative attengono alla remunerazione dell’attività di individuazione dell’investimento e alla gestione dei diritti sociali sulla partecipazione acquisita, e non alla gestione discrezionale del patrimonio degli investitori. Del resto, altro è la gestione del patrimonio degli investitori (che richiede un certo margine di discrezionalità nell’impiego del capitale), altro la gestione dei diritti sociali inerenti alle partecipazioni acquisite.

In definitiva, la società-veicolo di un *club deal* rimane strutturalmente estranea alla gestione collettiva del risparmio, essendo gli investimenti predeterminati e approvati dagli investitori stessi e mancando radicalmente qualsiasi profilo gestorio discrezionale.

Si tratta, pertanto, di un’operazione avente natura intrinsecamente societaria.

Ciò detto, non mancano ipotesi di potenziale sovrapposizione rispetto all’attività riservata: è il caso in cui l’operazione sia promossa da un soggetto o da un *team* di professionisti che origina sistematicamente nuove iniziative, individua e struttura in modo autonomo le opportunità di investimento, nonché aggrega investitori non riconducibili da un gruppo preesistente. In questo caso, infatti, la struttura del *club deal* potrebbe avvicinarsi funzionalmente a un fondo di investimento chiuso o, in generale, a un modello di gestione professionale del capitale ⁽¹⁹⁾.

6. Il ruolo delle società fiduciarie in un accordo di club deal. Cenni

La prassi applicativa ha riconosciuto il ruolo fondamentale che possono avere la società fiduciaria e il mandato fiduciario nell’ambito della strutturazione di un’operazione di *club deal*.

In primo luogo, il mandato fiduciario può operare come collettore e istituto che raggruppa alcuni investitori facenti parte di un *club deal* sostituendosi addirittura al veicolo societario.

In tale contesto la società fiduciaria, nell’ambito dell’attività istituzionale di amministrazione di beni per conto terzi, ha la possibilità di ricevere mandati collettivi o singoli, da alcuni o da tutti gli investitori, al fine di detenere le partecipazioni in una società target individuata dagli stessi investitori, amministrando uniformemente i diritti inerenti alle partecipazioni fiduciariamente intestate (es. diritti amministrativi, limitazioni al trasferimento delle partecipazioni societarie, etc.) sulla base di accordi di investimento o patti parasociali.

¹⁹⁾ ZANONI, CACCIAPUOTI, LUONGO, “Gli investimenti tramite club deal: un modello in evoluzione” in “Diritto Bancario”, 11 dicembre 2025.



La società fiduciaria, che raggruppa gli investitori tramite mandati fiduciari conferiti singolarmente da questi ultimi, può effettuare l'investimento lei stessa **nella società target, figurando come unico socio formale, senza la necessità di dare vita ad un nuovo soggetto giuridico.**

In concreto il veicolo societario viene sostituito dall'utilizzo dello strumento del mandato fiduciario: gli investitori conferiranno il mandato relativo alla gestione della partecipazione nella società target ad una fiduciaria che eserciterà i diritti sociali in loro nome e per loro conto.

Altra ipotesi percorribile prevede la possibilità per la società fiduciaria di ricevere, una volta stipulato l'accordo di investimento, mandato da uno o più investitori per costituire la società veicolo o sottoscrivere l'eventuale aumento di capitale della società veicolo e detenere unitariamente la partecipazione per conto degli investitori-fiducianti, amministrando i diritti inerenti alle partecipazioni fiduciariamente intestate anche attraverso patti parasociali. In questo caso la società fiduciaria si intesta fiduciariamente le quote/azioni della società veicolo e agisce come quotista/socio della stessa.

L'intervento della società fiduciaria avverrà nel pieno rispetto del mandato ricevuto e degli eventuali patti parasociali sottoscritti.

La realizzazione di un investimento per il tramite di un mandato fiduciario presenta dunque i seguenti vantaggi:

- assenza di uno specifico atto notarile per la creazione di un veicolo;
- gli accordi di investimento e i patti parasociali vengono sottoscritti in nome della fiduciaria, su istruzione e per conto di tutti gli investitori;

la società fiduciaria diviene sostituto d'imposta sulle plusvalenze realizzate; la società fiduciaria può ricevere mandato irrevocabile, da uno o da tutti gli investitori, al fine di detenere unitamente le partecipazioni per conto degli investitori, amministrando uniformemente i diritti inerenti alle partecipazioni fiduciariamente intestate.

Nel contesto generale del *club deal*, la società fiduciaria può offrire altresì vari servizi di assistenza e supporto agli investitori promotori dell'iniziativa o addirittura alla società veicolo.

Successivamente alla costituzione della società veicolo, la società fiduciaria potrebbe essere chiamata ad assistere e prestare servizi di natura strategica e aziendale direttamente a favore della società veicolo quali a titolo di esempio:

- (i) assistenza nella predisposizione e gestione dei rapporti con le c.d. società target e nella strutturazione dell'operazione per l'investimento nelle c.d. società target;
- (ii) incontri, riunioni, meeting, su base periodica, con il personale delle c.d. società target, valutando le opportune azioni da intraprendere per la gestione della stessa;
- (iii) supervisione e monitoraggio delle società target successivamente all'investimento della società veicolo;
- (iv) analisi ed esame delle opportunità ricevute di exit dalla società target;



(v) strutturazione/negoziazione aziendale dell'operazione di exit dalla società target.

È opportuno rappresentare in questa sede che le attività sopra descritte risultano particolarmente sensibili e hanno spesso una componente finanziaria o bancaria piuttosto rilevante e, in taluni casi, il soggetto che le fornisce può spingersi fino alla prestazione di servizi che possono confliggere e sovrapporsi ad attività la cui prestazione professionale nei confronti del pubblico è invece soggetta a riserva.

A titolo di mero esempio, nell'ipotesi in cui non ci si limiti a fornire consulenza aziendale o strategica, ma si entri nel merito delle singole operazioni finanziarie, consigliando l'investimento o il disinvestimento in specifiche società target si presterà il servizio di consulenza in materia di investimenti di cui l'art. 1, comma 5-septies del TUF, servizio riservato agli intermediari abilitati.

E ancora nell'ipotesi in cui si presti attività di segnalazione o *scouting* di società target alle società veicolo o ai singoli investitori si rischia che tale attività sia riqualficata nel servizio di collocamento di cui all'art. 1, comma 5 del TUF.

Infine, vale la pena evidenziare che l'art. 1 del d.lgs. n. 139/2005 indica una serie di attività e di servizi di carattere fiscale e tributario che sono di competenza specifica dei soggetti iscritti nell'Albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili.

Si ricorda che la per la Cassazione integra il reato di esercizio abusivo di una professione (art. 348 cod. pen.), il compimento senza titolo di atti che, pur non attribuiti singolarmente in via esclusiva a una determinata professione, siano univocamente individuati come di competenza specifica di essa, allorché l'attività venga svolta con modalità tali, per continuità, onerosità ed organizzazione, da creare l'oggettiva apparenza di un'attività professionale svolta da soggetto regolarmente abilitato²⁰.

Sulla base di quanto rappresentato, dunque, la società fiduciaria che si appresta ad entrare nel contesto dei *club deal* dovrebbe prestare particolare attenzione a tutti gli aspetti sopra rappresentati al fine di non incorrere in attività che potrebbero generare criticità di riqualficazione dei servizi forniti come soggetti a riserva di legge esercitabili in via esclusiva da intermediari autorizzati come i gestori di fondi o le società di investimento mobiliare, le banche, etc.

Alla luce di quanto si è detto, risulta che la società fiduciaria non può mai assumere il ruolo di promotore, fermo restando che, come detto, essa potrà fornire assistenza e supporto agli investitori promotori dell'iniziativa o alla società veicolo.

²⁰) Cassazione penale n. 33464/2018. Sul punto si rileva che seppur la consulenza tecnica in ambito economico, finanziario, tributario, societario e amministrativo rientri tra le materie di competenza specifica dei soggetti iscritti nell'Albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, tale attività può essere svolta e prestata inter alia dalle società fiduciarie in quanto esercitata non solo a completamento ma anche congenita all'attività tipica dell'amministrazione di beni e dell'intestazione fiduciaria degli stessi. Peraltro, la modalità ricorrente nella prassi di prestazione di tale attività da parte delle società fiduciarie presenti sul mercato non fa ritenere che la stessa sia svolta con modalità tali, per continuità, onerosità ed organizzazione, da creare l'oggettiva apparenza di un'attività professionale svolta da un commercialista o da un esperto contabile.



7. Possibili impatti della recente riforma del TUF sul club deal

In data 14 aprile 2026 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47 (di seguito, “**Decreto**”) avente ad oggetto la riforma organica del d.lgs. n. 58/1998 (di seguito, “**TUF**”) e delle disposizioni contenute nel codice civile in materia di società di capitali, emanato in attuazione della delega di cui all’art. 19 della l. 21/2014 (c.d. Legge Capitali).

Tra le principali e più importanti novità rappresentate nel Decreto si segnalano alcune modifiche alla disciplina della gestione collettiva del risparmio che prevedono:

- (i) l’introduzione dei nuovi modelli di gestore di FIA sottosoglia registrato distinguendoli dai c.d. gestori autorizzati ⁽²¹⁾ e;
- (ii) l’introduzione del nuovo veicolo di investimento delle società di partenariato con la conseguente abrogazione della disciplina delle società di investimento semplice (SiS) ⁽²²⁾.

Nello specifico i **gestori di FIA sottosoglia**, destinati a una vigilanza più snella e ridotta, potranno optare per un regime favorevole di mera iscrizione presso un registro tenuto da Banca d’Italia senza una preventiva autorizzazione dell’Autorità di vigilanza. Sarà compito di quest’ultima disciplinare la procedura e la documentazione da trasmettere per la registrazione che si preannuncia, in ogni caso, semplificata e incentrata sulla verifica del rispetto da parte del gestore sottosoglia dell’assetto organizzativo e dei controlli adottati ai fini del rispetto della normativa antiriciclaggio e delle caratteristiche minime imposte dalla nuova normativa a tali veicoli.

A tal proposito il legislatore ha previsto che il regime di sola registrazione è ammesso per i gestori che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio in relazione ai FIA italiani chiusi e riservati il cui patrimonio è investito in attività diverse da crediti. Rimangono fermi gli obblighi dimensionali già oggi previsti per i gestori sottosoglia; per beneficiare del regime agevolato, infatti, il valore totale delle attività dei FIA non deve superare 100 milioni di euro, ma la soglia può salire fino a 500 milioni di euro se i fondi non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l’investimento iniziale.

Il cambio di rotta da parte del legislatore nazionale è stato necessario e volto a rendere più competitivi i veicoli in esame all’interno del panorama comunitario dove quasi ovunque per i gestori sottosoglia è stato adottato, fin dall’entrata in vigore della Direttiva 2011/61/UE (di seguito, “AIFMD”), il regime semplificato della mera registrazione. La AIFMD prevede, infatti, un regime di semplice registrazione per i gestori sottosoglia, ma consente agli Stati

²¹⁾ Si veda in particolare gli artt. 35-quaterdecies, 35-quinquiesdecies e 35-sexiesdecies del TUF, come modificato dal Decreto.

²²⁾ Si veda in particolare gli artt. 35-novies.1, 35-novies.2, 35-novies.3, 35-novies.4, 35-novies.5, 35-novies.6 e 38-bis del TUF, come modificato dal Decreto.



membri di imporre requisiti più stringenti a livello nazionale. Come noto, in sede di recepimento della AIFMD l'Italia non ha optato per la soluzione agevolata, ma ha preferito adottare il regime autorizzativo e l'applicazione della vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza, seppure con alcune semplificazioni regolamentari.

Novità assoluta, invece, sono le **società di partenariato** per le quali sarà necessario adottare la forma di società in accomandita per azioni e il sistema di amministrazione e controllo con collegio sindacale.

L'introduzione di tale figura si colloca all'interno di un più ampio processo di modernizzazione del mercato dei capitali italiano, volto a favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio, incentivare forme alternative di finanziamento e rendere il sistema nazionale maggiormente competitivo rispetto agli altri ordinamenti europei e internazionali. La riforma nasce dalla consapevolezza, dunque, della necessità di predisporre strumenti più flessibili e coerenti con le prassi internazionali del *private equity* e del *venture capital*. In tale prospettiva, la società di partenariato rappresenta un tentativo del legislatore di creare un veicolo capace di convogliare capitali privati verso l'economia reale.

Tale veicolo dovrà avere come oggetto sociale esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del *private equity* e del *venture capital* del patrimonio raccolto mediante offerta delle proprie azioni, di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante le ulteriori modalità di raccolta da definire specificamente nello statuto.

Lo stesso Decreto si premura di delimitare la nozione di "*private equity e venture capital*", come 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 ⁽²³⁾.

Anche in questo caso l'obiettivo perseguito sembra proprio quello di regolamentare gli investimenti in *club deal*, essendo ormai questa la forma di investimento preferita dai *family office* e dagli *high-net-worth individuals*.

Il modello si ispira alla *limited partnership* diffusa nei mercati anglosassoni che prevede i *limited partners*, quali meri investitori a responsabilità limitata, e i *general partners*, soci che hanno il compito di gestire la società e hanno una responsabilità illimitata.

Le società di partenariato avranno, dunque, come soci accomandanti, limitatamente responsabili, i veri e propri investitori (sopra definiti come *club members*), mentre agli accomandatari (i.e. il socio/ i soci promotori), illimitatamente responsabili, sarebbe affidata la vera e propria gestione della società e i relativi progetti di investimento.

²³⁾ Cfr. art. 1, comma 1, lettera l-quater.6, del TUF come modificato dal Decreto.



Le società di partenariato si inseriscono fra le strutture utilizzabili per la gestione collettiva del risparmio e pertanto possono essere gestite internamente (qualificandosi come gestore) o esternamente (qualificandosi come OICR societario in gestione esterna).

È inoltre espressamente vietato il conferimento in natura.

La disciplina riconosce ampi margini di autonomia statutaria, consentendo di prevedere limiti all'emissione di azioni, particolari vincoli alla trasferibilità delle partecipazioni, emissione di strumenti finanziari partecipativi, versamenti scaglionati del capitale e costituzione di comparti separati. Particolarmente significativa appare proprio la possibilità di costituire comparti autonomi patrimonialmente separati, ciascuno destinato a specifiche operazioni di investimento.

La riforma mira, dunque, a introdurre nel diritto interno una soluzione flessibile e competitiva per gli investitori istituzionali e professionali, superando i limiti strutturali che avevano caratterizzato le società di investimento semplice, che infatti il Decreto ha abrogato. Si è cercato di introdurre nell'ordinamento italiano un veicolo di investimento caratterizzato dalla separazione tra il ruolo del promotore – e, in caso di società di partenariato a gestione interna, la funzione gestoria – e quello dell'investitore, tipico delle operazioni di club deal.

Le due riforme sopra rappresentate consentirebbero - nelle intenzioni del legislatore e di Banca d'Italia ⁽²⁴⁾ – agli operatori di *club deal* o *family office* di strutturare società di partenariato soggette a mera registrazione (e non anche ad una specifica autorizzazione), non sottoposti alla vigilanza di sana e prudente gestione della Banca d'Italia e non sottoposti alla vigilanza di trasparenza e correttezza della Consob ⁽²⁵⁾.

Questa nuova forma di veicolo societario (società di partenariato sottosoglia registrate), se da un lato potrebbe essere un punto di svolta nel diritto interno, nonché una forma di regolamentazione del fenomeno del *club deal*, ormai ampiamente diffuso, dall'altro potrebbe essere un nuovo strumento considerato troppo rigido e quindi di scarsa applicazione nel mondo del *private equity*.

Infatti, come visto, l'art. 35-quaterdecies del TUF, come modificato dal Decreto prevede che in ogni caso il veicolo deve dotarsi di un assetto organizzativo e dei controlli adeguato ai fini del rispetto della normativa antiriciclaggio nonché deve adempiere agli obblighi informativi verso l'Autorità di vigilanza ai fini del monitoraggio del rischio sistemico.

Sarà compito di Banca d'Italia disciplinare tali aspetti con un apposito regolamento.

²⁴⁾ Cfr. Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza, Intervento di Paolo Angelini, Vicedirettore generale della Banca d'Italia Indirizzo di saluto al convegno “*La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*” Centro Convegni Carlo Azeglio Ciampi, Roma, 30 gennaio 2026 ove si precisa che il nuovo regime dei gestori sottosoglia oltre a favorire l'ingresso nel mercato di intermediari attivi nel venture capital e nel private equity, “*permetterà inoltre a soggetti come i club deal e i family offices di operare in un quadro di piena legalità giuridica, secondo regole snelle e proporzionate alla loro attività*”.

²⁵⁾ Cfr. art. 35-quaterdecies, comma 9, del TUF come modificato dal Decreto.



L'introduzione delle società di partenariato sottosoglia registrate sembra virare per un sistema che vada a standardizzare il fenomeno del *club deal*. Questo può essere un punto di forza se il fenomeno verrà incentivato, ma anche un punto di debolezza se verrà eccessivamente irrigidito.

Ci auspichiamo che l'Autorità di vigilanza tenga conto delle ragioni sottese all'introduzione del modello in commento in maniera tale da favorire il suo utilizzo e da avere nel diritto nazionale uno strumento appetibile per tutti coloro che ad oggi investono mediante lo strumento del *club deal*.

Allo stato è ancora presto per individuare con precisione il ruolo delle società fiduciarie nel nuovo strumento di società di partenariato e, pertanto, sarà utile seguire con attenzione l'evoluzione normativa e operativa.



Bibliografia

- Banca d'Italia, Audizione sullo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'art. 19 della Legge Capitali, 26 novembre 2025.
- BARRACHIDI F., A Competition Law Analysis of Private Equity “Club Deals”, in *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford-New York, 2012.
- BARCELLONA M., La gestione collettiva del risparmio a seguito della Direttiva GEFIA, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 2017.
- Camera dei Deputati – Senato della Repubblica, Dossier Atto del Governo n. 331 – Riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, 2025.
- DI CIOMMO A., Gestione collettiva del risparmio e private equity nella riforma del TUF, in *FCHub*, 2025.
- Fondazione Nazionale dei Commercialisti – CNDCEC, Il decreto di attuazione della Legge Capitali. Principali novità del TUF e del Codice civile, 28 aprile 2026.
- IRRERA M., La società di partenariato nella riforma del TUF. Una nuova stagione dell'accomandita per azioni, in *Diritto Bancario*, febbraio 2026.
- Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo attuativo della Legge Capitali – Atto del Governo n. 331.
- SANDRELLI, Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi in *Rivista delle società*, fascicolo n. 2-3/2015, pag. 406.
- SANTORO A., Fenomeno club deal: disamina di uno strumento alternativo, in *Amministrazione & Finanza*, n. 11, 2022.
- SCHIAVELLO, La riserva relativa al servizio di gestione collettiva e la società di investimento in *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, 2015, pag. 48.
- ZANONI – CACCIAPUOTI – LUONGO, Gli investimenti tramite club deal: un modello in evoluzione, in *Diritto Bancario*, 11 dicembre 2025.