



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

**DOTTORATO DI RICERCA IN AUTONOMIA PRIVATA, IMPRESA,
LAVORO E TUTELA DEI DIRITTI NELLA PROSPETTIVA EUROPEA
ED INTERNAZIONALE**

**DIRITTO COMMERCIALE E DELL'ECONOMIA
XXXVI CICLO**

**PROFILI E PROBLEMI ATTUALI DELLA PARTECIPAZIONE
IN S.R.L.**

**TUTOR
PROF. G. SCOGNAMIGLIO**

**DOTTORANDA
ANNA MASI**

A.A. 2023-2024

INDICE SOMMARIO

pag.

CAPITOLO PRIMO

LA QUOTA DI S.R.L. IN UNA PROSPETTIVA STORICO-COMPARATISTICA

1. Il piano dell'indagine	5
2. Le partecipazioni nelle società di capitali "chiuse" dei principali ordinamenti europei	7
2.1 La nascita della <i>private company</i> inglese e le sue <i>shares</i>	7
2.2 Le restrizioni alla circolazione della quota nelle leggi di matrice germanica sulla <i>GmbH</i>	16
2.2.1 (segue) e nella legge francese	29
2.3. I risultati dell'analisi comparatistica	31
3. La quota sociale nel Codice di Commercio del 1882 e nel Codice civile	32
3.1. L'esperienza italiana dell'anonima per quote	32
3.2. La disciplina della partecipazione sociale nei primi progetti legislativi e nel Codice civile	40
3.3 I caratteri della quota sociale inerenti al piano organizzativo	49
3.3.1. Dal carattere di unicità a quello di unitarietà della quota	53
3.4. I caratteri della partecipazione inerenti al piano circolatorio: la divisibilità della quota e il divieto di rappresentazione delle quote in azioni	60
3.5. Una critica all'originaria concettualizzazione dei caratteri della quota	68
4. La riforma del 2003 e l'esaltazione dei caratteri personalistici della quota	75
4.1. Il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio e le sue conseguenze interpretative sui caratteri della partecipazione sociale	86

CAPITOLO SECONDO
LA QUOTA DI S.R.L. AL COSPETTO DELLA VENTATA
RIFORMISTA

1. La politica europea di sostegno alle PMI	99
1.1. Le riforme italiane in tema di s.r.l. degli anni 2012-2015	107
1.1.1 (segue) e degli anni successivi	117
2. Una breve e doverosa premessa: la standardizzazione del capitale sociale della s.p.a. e le sue funzioni	124
3. L'impatto problematico delle riforme sulla partecipazione sociale nella s.r.l. e sull'interpretazione corrente dell'art. 2468, 1 comma c.c.	131
4. La possibilità di emettere categorie di quote	139
4.1. Il superamento del divieto di titolarità plurima delle quote sociali	139
4.2. Categorie di quote: standardizzazione qualitativa o anche quantitativa?	145
4.2.1. Le opportunità di una possibile standardizzazione quantitativa delle quote di categoria	151
5. L'offerta al pubblico di quote di s.r.l. sui mercati primari	155
5.1. L'offerta al pubblico di quote e la loro possibile standardizzazione	158
5.2. La negoziazione delle quote sociali sui mercati secondari	165
5.2.1. La qualificazione della quota come valore mobiliare e la sua prospettata <i>tokenizzazione</i>	171
6. I primi risultati dell'indagine	178

CAPITOLO TERZO
LE DIVERSE CONFIGURAZIONI DI PARTECIPAZIONE SOCIALE
NELLA S.R.L.

SEZIONE PRIMA
LE PARTECIPAZIONI SOCIALI IN S.R.L. A CONFRONTO

1. Le fattispecie di partecipazione sociale nella s.r.l.	181
1.1. Il frazionamento delle quote sociali, quale vicenda individuale o corporativa	183
1.2. Il carattere di autonomia vs. carattere di unitarietà delle quote sociali	191
1.3. La misura della quota ordinaria e dei diritti sociali	199
1.3.1. La misura della quota finanziaria e dei diritti sociali	206
1.3.1.1 Quote standardizzate con valore nominale implicito	212
2. La convivenza di quote ordinarie e quote finanziarie e la diversità di valore nominale delle quote	216
2.1. La possibile standardizzazione dell'intero capitale sociale	223

SEZIONE SECONDA
L'AMBITO DI APPLICAZIONE DELLA NUOVA FATTISPECIE DI
PARTECIPAZIONE SOCIALE

3. Dalla s.r.l. aperta PMI alla s.r.l. aperta "grande"	227
3.1. La standardizzazione del capitale sociale della s.r.l. <i>VC-financed</i>	233
3.1.1. Il superamento dell'unicità della quota sociale nelle altre s.r.l. chiuse	245
4. Riepilogo dei risultati dell'indagine	252
<i>Bibliografia</i>	257

CAPITOLO I

LA QUOTA DI S.R.L. IN UNA PROSPETTIVA STORICO-COMPARATISTICA

SOMMARIO: 1. Il piano dell'indagine; 2. Le partecipazioni sociali nelle società di capitali "chiuse" dei principali ordinamenti europei; 2.1 La nascita della *private company* inglese e le sue *shares*; 2.2 Le restrizioni alla circolazione della quota nelle leggi di matrice germanica sulla GmbH; 2.2.1 (*segue*) e nella legge francese; 2.3. I risultati dell'analisi comparatistica; 3. La quota sociale nel Codice di commercio del 1882 e nel Codice civile; 3.1. L'esperienza italiana dell'anonima per quote; 3.2 La disciplina della partecipazione sociale nei primi progetti legislativi e nel Codice civile; 3.3. I caratteri della quota sociale inerenti al piano organizzativo; 3.3.1. Dal carattere di unicità a quello di unitarietà della quota; 3.4. I caratteri della partecipazione inerenti al piano circolatorio: la divisibilità della quota e il divieto di rappresentazione delle quote in azioni; 3.5. Una critica all'originaria concettualizzazione dei caratteri della quota; 4. La riforma del 2003 e l'esaltazione dei caratteri personalistici della quota; 4.1. Il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio e le sue conseguenze interpretative sui caratteri della partecipazione sociale.

1. Il piano dell'indagine

Il presente lavoro si propone di tracciare una completa linea evolutiva della partecipazione sociale nella s.r.l., delineando la sua conformazione originaria e i cambiamenti che recentemente l'hanno interessata.

Il tentativo di analisi della partecipazione sociale nell'odierna società a responsabilità limitata e dell'attualità e della tenuta dei suoi caratteri essenziali, così come dei principi attorno ad essa elaborati, prenderà le mosse da una ricostruzione storica. Si intendendo, quindi, primariamente rintracciare le origini della società a responsabilità limitata nostrana, avendo inevitabilmente riguardo alle legislazioni straniere di sua ispirazione, e più in generale, alle regolamentazioni dettate dai principali ordinamenti europei in tema di società capitalistica a struttura "chiusa". Nell'espletamento dell'indagine storico-comparatistica la linea seguita sarà improntata all'individuazione degli interessi in vista dei quali la s.r.l.

è stata positivamente costruita, comprendendo come il contemperamento dei medesimi abbia inciso sulla strutturazione originaria della partecipazione sociale. Da questo punto di vista, come emergerà dall'analisi, l'impianto codicistico originario, così come quello riformato nel 2003, promuoveva un assetto partecipativo spiccatamente personalistico in funzione della necessità di ridurre al minimo il dinamismo circolatorio delle quote sociali ed assicurare, indirettamente, la chiusura della società verso il pubblico risparmio. Saranno messe in luce le disposizioni del Codice civile inerenti alla partecipazione sociale, anche all'esito delle modifiche introdotte dalla riforma delle società di capitali del 2003, e saranno, in particolare, analizzati in chiave critica i caratteri che della quota sociale la dottrina ha tradizionalmente delineato. Nello specifico, l'indagine espletata nella prima parte del lavoro rileverà l'opinabilità dell'opinione giurisprudenziale e dottrinale maggioritaria che, al cospetto della disciplina codicistica anteriore alle riforme degli anni 2012-2023, individuava nella tecnica di suddivisione del capitale sociale e, dunque, di conformazione della quota sociale un carattere essenziale del tipo s.r.l., atto a identificarlo e distinguerlo rispetto al tipo capitalistico maggiore.

Secondariamente, la trattazione proseguirà mettendo a fuoco le novità normative che a partire dall'anno 2012 hanno riguardato la s.r.l. e, in particolare, la relativa quota sociale. La politica europea di sostegno alle piccole e medie imprese e la scelta legislativa di individuare il tipo in esame quale forma sociale destinata a promuovere la crescita delle imprese di piccole dimensioni hanno, infatti, comportato una vera e propria rivoluzione del ruolo assoluto dalla s.r.l. nel contesto delle società di capitali. Le riforme che nell'ultimo decennio hanno incessantemente riguardato la s.r.l. hanno, in effetti, decretato un definitivo abbandono di caratteri ritenuti essenziali del tipo per quote e riguardanti anche la configurazione della partecipazione sociale, tradizionalmente deputata a segnare una linea di demarcazione invalicabile tra s.r.l. e s.p.a. Da questo punto di vista, l'indagine tenterà di evidenziare come le scelte di politica legislativa, brevemente enunciate, e la loro traduzione in precetti di legge abbiano nel concreto impattato sullo schema tradizionale di quota sociale e suoi connotati classici di unicità, divisibilità ed unitarietà.

Nella parte conclusiva il lavoro transiterà per un'indagine inerente alla nuova fattispecie di partecipazione sociale in s.r.l., promuovendone un confronto con la partecipazione tradizionale e vagliandone attentamente l'ambito applicativo. L'apertura ai mercati della s.r.l. impone, infatti, l'adozione di nuovo schema di quota sociale, fortemente distinto da quello

tradizionale, e tendenzialmente analogo a quello proprio della s.p.a., di cui ne saranno analizzati i tratti peculiari.

L'indagine, dunque, disvelerà da ultimo un'innovativa flessibilità della s.r.l. in punto di adozione degli assetti partecipativi, liberamente strutturabili in funzione delle dimensioni e della composizione della compagine sociale e dell'apertura o meno della società verso il mercato dei capitali. All'esito della trattazione risulteranno maggiori margini di operatività dell'autonomia statutaria, ad oggi abilitata ad intervenire anche sul versante della conformazione delle partecipazioni sociali. L'autonomia privata, infatti, potrà spaziare dal classico schema di quote sociali uniche per ciascun socio e divisibili, a quello, di recente emersione e diffusamente descritto nel lavoro, di quote *standard* e seriali. A tale ultimo riguardo, la trattazione è funzionale ad evidenziare questa innovativa duttilità partecipativa della s.r.l. e a segnalare l'esclusività del tipo per quote, quale unico modello organizzativo in grado di offrire una simile libertà di scelta in merito alla fisionomia delle partecipazioni.

Ad ogni modo, l'alternatività delle diverse fattispecie di partecipazione sociale non è ritenuta nettamente speculare alla vocazione finanziaria o meno della s.r.l. e alla sua concessione al pubblico risparmio. Da questo punto di vista, infatti, l'indagine espletata, auspicabilmente, dimostrerà l'ammissibilità dell'adozione di partecipazioni para-azionarie anche nel contesto di una s.r.l. che preservi la chiusura della compagine sociale e che, dunque, non usufruisca nel concreto delle deroghe al diritto societario introdotte dalle novelle degli ultimi anni. Verranno, infatti, segnalate le esigenze che il modello della pluralità di quote standardizzate è in grado di soddisfare anche nelle s.r.l. chiuse, avendo riguardo, tra gli altri, al finanziamento tramite *venture capital*. Da ultimo, dunque, l'analisi svolta metterà in luce l'abbandono della classica distinzione tra s.r.l. e s.p.a. basata sulla diversità di conformazione della partecipazione sociale, disvelando una pressoché totale assimilazione della quota sociale *tout court* alla partecipazione azionaria.

2. Le partecipazioni sociali nelle società di capitali "chiuse" dei principali ordinamenti europei

2.1 La nascita della private company inglese e le sue shares

A livello storico risulta di estrema utilità sottolineare la diversità dell'approccio legislativo inglese e tedesco di fine XIX secolo. Entrambi gli ordinamenti si trovano di fronte all'esigenza, conseguente all'abolizione

del rigido sistema di costituzione pubblica delle società, di offrire una forma organizzativa dotata di personalità giuridica a gruppi ristretti di individui, per lo più legati da vincoli familiari o comunque da forti rapporti fiduciari¹.

In Inghilterra, in seguito alla politica di liberalizzazione nella costituzione di società capitalistiche con il *Joint Stock Companies Act* del 1844, non era più necessario per ottenere il beneficio della responsabilità limitata intraprendere la lunga e tortuosa strada della costituzione per autorizzazione pubblica². D'altro canto, la libertà di costituzione agevolò

¹ Per una panoramica sull'evoluzione storica della società a responsabilità limitata negli ordinamenti stranieri ed in quello italiano v. G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, Bologna, Zanichelli, 1971, 1 e ss.; G.M. RIVOLTA, *Sulla società a responsabilità limitata: precedenti storici ed orientamenti interpretativi*, in *Riv. dir. civ.*, 1980, I, 477 ss. (poi trasfuso in *Id.*, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 1982, 1 e ss.); A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, Fratelli Bocca Editori, 1927; M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 e ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Profilo storico*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 8 ss. Sulla diversità di politica legislativa adottata in Inghilterra e Germania in seguito al passaggio dal regime di autorizzazione governativa a quello liberale della costituzione tramite registrazione v. C. GERNER BEUERLE, *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, in *The Modern Law Rev.*, 2017, 263 ss.; G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, Parigi, Les Presses Universitaires de France, 1922; O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1971, 516 e ss.; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, II, 2020, 353 e ss.

² La concessione del privilegio dalla responsabilità limitata avvenne solo nel 1855 con il *Limited Liability Act* (18 & 19 Vict., col. 133), dal momento che il *Joint Stock Companies Act* del 1844 (7 & 8 Vict. c.110) preservò la responsabilità illimitata dei soci, anche se la medesima cessava tre anni dopo il trasferimento delle loro azioni e i creditori erano tenuti ad aggredire preventivamente il patrimonio della società. Al riguardo, si rinvia a L. C.B. GOWER, *Modern Company Law*, Londra, Stevens & Sons Limited, 1957, 41 e ss. e C. M. SCHMITTHOFF, T.P.E CURRY, *Palmer's Company law*, Londra, Stevens & Sons Limited, 1959, 7 e ss. Per una rilettura del tema della *limited liability* in chiave moderna v. P. IRELAND, *Limited Liability, Shareholder Rights and the Problem of Corporate Irresponsibility*, in *Cambridge Journal Economics*, 2008. Ad ogni modo, si precisa che tale atto normativo è stato fondamentale nella storia del *company law* inglese gettando le basi del fondamentale principio secondo cui l'ampia libertà del socio nella costituzione e nella gestione della società è concessa a condizione di una piena e forte informazione al pubblico, condizione che diventa sempre più preponderante nel tempo nel diritto

la creazione delle grandi imprese interessate a raccogliere ingenti investimenti presso il pubblico gremito di piccoli investitori senza assecondare in egual misura le esigenze imprenditoriali di imprese di modeste dimensioni. Infatti, superata la fase storica di attribuzione della responsabilità limitata per il tramite di una concessione del Re o di un atto del Parlamento, si passò, con il *Companies Act* del 1856³, a quella in cui il beneficio in termini di responsabilità fu attribuito a tutte le società registrate presso il *Board of Trade* purché costituite da almeno sette soci. In particolare, la limitazione della responsabilità nella *company limited by share* fu rapportata al conferimento versato o promesso e nella *company limited by guarantee* ad una somma predeterminata nell'atto costitutivo a cui il socio si obbligava solo in caso di scioglimento della società⁴. Fermo

societario inglese. Infatti, detta legge a fronte del riconoscimento della libertà di costituzione imponeva la stesura e registrazione del c.d. *deed of settlement*, i resoconti semestrali di tutti i cambiamenti della compagine sociale e la notifica dei trasferimenti intermedi. Inoltre, dopo la registrazione provvisoria della società e prima dell'emissione di partecipazioni presso il pubblico, ogni «*prospectus or circular, handbill or advertisement*» doveva essere registrato. In questo senso M. S. RIX, *Company Law: 1844 and Today*, in *The Economic Journal*, vol. 55, n. 218/219, 1945, 253 e ss.; C. GERNER BEUERLE, *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, op. cit., 11. Riferiscono tali autori che il *Joint Stock Companies Act* integrò gli obblighi di pubblicità al momento della registrazione con norme dettagliate sulla redazione, revisione e divulgazione dei conti finanziari della società: gli amministratori, ai sensi delle sezioni 34-43, erano responsabili della redazione dei conti e dei bilanci periodici, che dovevano essere controllati da revisori esterni nominati dall'assemblea generale annuale; copie stampate del bilancio e della relazione dei revisori venivano inviate a tutti gli azionisti prima dell'assemblea generale ordinaria, venivano lette durante l'assemblea e depositate presso il registro delle società.

³ (19 & 20 Vict. c. 47). Sulla nascita della *private company* inglese, oltre a G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 1982, 5 che ne riferisce in termini generali, si veda E. MANSON, *Evolution of the Private Company*, in *Law Quarterly Review*, 1910, 11; R. HARRIS, *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, in *Oxf. Jour. Leg. Studies*, 2013, 339 ss.; L. C. B. GOWER, *The English Private Company*, in *Law and Contemporary Problems*, 1953, 535; T. GUINNANER, R. HARRIS, N.R. LAMOREAUX, J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society*, 2007, 687; O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, cit., 517 e ss.; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 362; G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 24 e ss.

⁴ Sulla distinzione tra *company limited by shares* e *company limited by guarantee* si sofferma, in particolare, oltre a A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*,

restando ciò, fu chiara la volontà legislativa di legare il privilegio della *limited liability* alle dimensioni dell'impresa, condizionando l'adozione del modello organizzativo della *partnership* o della *corporation* al numero delle persone coinvolte e rendendo tale beneficio un miraggio per gruppi inferiori alla soglia numerica predeterminata⁵.

Questa preclusione quantitativa fu però agevolmente aggirata dalla prassi con la creazione di società di fatto private, partecipate da pochi soci legati da stretti rapporti fiduciari e interessati alla gestione dell'iniziativa comune. Anche a causa di indirizzi giurisprudenziali tendenzialmente permissivi⁶, si verificarono in effetti frequenti episodi di abusivismo della *company*, piegata alle esigenze della piccola impresa.

cit., 13 e ss, O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, *cit.*, 518 e ss. sottolineando, come poi emergerà nel prosieguo della trattazione, l'influsso che questi modelli societari, differenti in ragione delle modalità di limitazione della responsabilità per i debiti sociali, ebbero in seno ai lavori preparatori del Codice di commercio del 1882 per quanto riguarda, in particolare, l'introduzione dell'anonima per quote. Per un'analisi della *company limited by guarantee*, che a differenza della prima, era fondata esclusivamente sui crediti contratti dalla società in fase costitutiva tramite l'assunzione di un obbligo di conferimento in garanzia da parte dei soci e dove dunque rilevava decisamente la persona del socio si rinvia a M.A. GORE-BROWNE, *Concise precedents under the Companies Act*, Londra, Jordan & Sons Limited, 1990, 75 e ss; T.T. PAINE, *The formation and registration under the Companies Act of companies limited by share and companies limited by guarantee, not having their capital divided into shares*, Londra, The solicitors' Law Stationery Society Limited, 1891, 183 e ss.

⁵ L.C.B. GOWER, *The English Private Company*, *cit.*, 537 sottolinea che in seguito alla legge del 1856 in Inghilterra esistevano due forme legale per esercitare attività commerciale «*the registered company, incorporated and with limited liability, and the unincorporated partnership or sole trader whose business was not personified by incorporation and whose liability was necessarily unlimited. If over 20 persons were interested in the business an unincorporated partnership was illegal; if the number of members was over 6 but not more than 20, incorporation was an optional alternative to partnership, but, if the number was less than 7 a partnership was the only possibility and limited liability was unobtainable*».

⁶ Noto è il caso *Salomon v. Salomon & Co Ltd* [1897] AC 22 che ha raggiunto l'House of Lords nel 1897 il quale, ribaltando la decisione della Corte d'Appello inglese, arrivò ad affermare la liceità di una *public company* costituita da 7 azionisti riconducibili allo stesso nucleo familiare ma fondamentalmente gestita da un solo socio, la "one man company", sulla base di un'interpretazione letterale della legge, affermando che «*in order to form a company limited by shares, the Companies Act of 1862 requires that a memorandum of associations should be signed by seven persons who are each to take one share at least. If those conditions are complied with, what can it matter whether the signatores are relations or strangers? There is nothing in the Act requiring that the subscribers to the memorandum should*

Nondimeno, il legislatore si preoccupò inizialmente di arginare i rischi di frodi a danno degli investitori esterni connessi a tale espansa libertà di costituzione⁷, occupandosi della normativa delle società con

be independent or unconnected, or that they or any one of them should take a substantial interest in the undertaking, or that they should have a mind or a will of their own, as one of the learned Lords Justices seem to think, or that there should be anything like a balance of power in the constitution of the company». Ne riferiscono nel contesto storico della *private company* T. GUINNANER, R. HARRIS, N.R. LAMOREAUX, J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society*, cit., 704, nt. 41; R. HARRIS, *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, cit., 364; E. MANSON, *Evolution of the Private Company*, in *Law Quarterly Review*, cit., 11; L.C.B. GOWER, *op. ult. cit.*, 538. Quest'ultimo autore in particolare evidenzia come questa decisione aprì nuovi orizzonti al mondo del commercio, mostrando come la registrazione sotto forma di società di capitali fosse in realtà già disponibile per le piccole imprese private e addirittura per un imprenditore individuale, mettendo in crisi la forma legale di *partnership*. In generale, diversi autori testimoniano come prima dell'ufficiale introduzione a livello normativo delle *private companies*, esse erano già ampiamente note nella prassi, tra cui v. C. M. SCHMITTHOFF, T.P.E CURRY, *Palmer's Company law*, cit., 32 nt. 2 «*the term was already in use in 1877 when Sir Palmer published his Private Companies and Syndacats*». Tra l'altro, riferisce H. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, in ZGR, 2016, 8 che l'anzidetto autore (Palmer) incentivò decisamente lo sviluppo di questa forma societaria con un'altra sua pubblicazione, dal titolo "*Private Companies; Or How to Convert Your Business into a Private Company, and the Benefit of So Doing*" del 1877, trattandosi in buona sostanza di una guida pratica; R. HARRIS, *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, cit., 339 che svolge un'accurata analisi funzionale a documentare l'emersione della *private company* nel XIX secolo; G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 26 ss. il quale sottolinea che la politica liberale inglese negli anni successivi al 1856 e quindi l'assenza di una rigorosa regolamentazione incisero significativamente sullo sviluppo delle *private company*, consentendo la costituzione di società a responsabilità limitata con una procedura snella e poco costosa, società che raramente superavano il minimo di sette soci, di cui sostanzialmente uno o due detenevano la quasi totalità delle azioni, trattandosi per il resto di soci di comodo, tanto da parlarsi di «*one-man, two-men companies*».

⁷ In Inghilterra il *Joint Stock Companies Act* del 1856 revocò la normativa in materia di pubblicità contabile così come le dettagliate previsioni circa le informazioni della società da fornire ai fini della registrazione introdotte nel 1844, mantenendo delle disposizioni più rigide introdotte con il precedente *Limited Liability Act* del 1855 (18 & 19 Vict. C. 133) quella che imponeva la parola *Limited* nella denominazione della società sicchè per la costituzione di una *company* era solo necessaria la redazione e la registrazione del c.d. *memorandum of association*. Ne riferiscono L. C.B. GOWER, *The English Private Company*, cit., 47 e ss., J. MALTBY, *UK joint stock companies legislation 1844-1900: accounting publicity and "mercantile caution"*, in *Accounting History*, 1998. A partire

azioni negoziate presso il pubblico. Si assistette al rafforzamento del regime pubblicitario⁸ con il conseguente innalzamento dei costi di costituzione per qualsiasi tipo di *company*, diffusamente partecipata o meno e ciò, ancora una volta, a discapito delle piccole e medie imprese⁹. Solo con il *Companies (Consolidation) Act* del 1907 venne recepita questa

dal *Joint Stock Companies Act*, unitamente al *Limited Liability Act* del 1855 che eliminò al contempo il baluardo della responsabilità illimitata, prese avvio il c.d. periodo del *laissez faire* che animò considerazioni di questo tipo «*England after 1856 had the most permissive commercial law in the whole of Europe*», P.L. COTTRELL, *Industrial Finance 1830-1914, The Finance and Organization of English Manufacturing Industry*, Londra, Routledge, 1980, 41. Indaga le ragioni della caduta di questi due importanti «*sets of check on the conduct of business, unlimited liability and compulsory publicity*», così come il suo influsso sulla legislazione societaria inglese dell'epoca, J. MALTBY, *UK joint stock companies legislation 1844-1900: accounting publicity and "mercantile caution"*, cit., 363.

⁸ Il rafforzamento della normativa sulla trasparenza avvenne con il *Companies Act* del 1900 (63 & 64 Vict., c. 48.) che ristabilì i requisiti di registrazione per il prospetto aboliti in passato e introdotti nel 1844, includendo più trasparenza in merito al suo contenuto che riguardava il numero di azioni emesse, con particolare enfasi per quelle liberate con beni diversi dal denaro, le spese di costituzione, le commissioni di sottoscrizione, i contratti rilevanti, le transazioni con parti correlate. L'obbligo, invece, di pubblicizzare i bilanci annuali delle società, previsto in passato nel *Joint Stock Companies Act* del 1844, fu ristabilito con il successivo *Companies (Consolidation) Act* del 1908, escludendone l'estensione alle *private companies*, fermo restando che nel 1900 si ristabilì per ogni società capitalistica l'obbligatorietà della nomina di un *auditor* incaricato di revisionare i bilanci. In questo senso, C. GERNER BEUERLE, *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, cit., 13 e ss. Si trattò della risposta legislativa ad una serie di scandali finanziari, come quello connesso alla famosa e apprezzata banca, la *Overend Gurney & Co. Ltd.*, che, in seguito alla sua costituzione come *public company* e all'offerta pubblica che ne derivò di £1,500,000 di azioni sulla base di un prospetto fraudolento che nascondeva ingenti passività della banca, fallì a causa di una serie di crash che riguardavano società ferroviarie o di altro tipo, i cui titoli erano detenuti dalla banca. Ne riferiscono P. A. BARNES, *The origins of limited liability in Great Britain, the First 'Panic', and their implications for limited liability and corporate governance today*, 2004 disponibile al seguente link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=488703; parimenti, v. G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 33 che scrive «*la pratique antérieure avait révèlé des frauds nombreuses dans la constitution et dans l'administration des compagnies par actions, et l'expérience de quarante années avait suffi à prouver qu'en cette matière il était impossible de laisser aux particuliers le soin de se protéger euxmemes.*»

⁹ In questi termini T. GUINNANER, R. HARRIS, N.R. LAMOREAUX, J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society*, cit., 704 e ss. i quali riferiscono anche di un generale decremento quantitativo nella costituzione di *corporations*. Nello stesso senso anche R. HARRIS, *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, cit., 363.

irregolare fenomenologia organizzativa con l'introduzione di un modello societario economico, rapido e adeguato a piccole aggregazioni imprenditoriali: la c.d. *private company*. Segnatamente le società che tramite lo statuto restringevano il trasferimento delle azioni, limitavano il numero dei soci a cinquanta e vietavano l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni¹⁰ potevano essere costituite da soli due soci, in luogo di sette, e godevano del *privilege of balance sheet secrecy*¹¹. Il prezzo di un

¹⁰ In particolare, la sez. 121 del *Companies (Consolidation) Act* del 1908 (8 Edw. 7 col. 69), rubricata «*Meaning of "private company"*», disponeva che: «*for the purposes of this Act the expression " private company " means a company which by its articles: (a)restricts the right to transfer its shares ; and (b)limits the number of its members (exclusive of persons who are in the employment of the company) to fifty ; and (c)prohibits any invitation to the public to subscribe for any shares or debentures of the company.*»

¹¹ La possibilità per una *private company* di esistere con almeno due soci si desumeva dalle sezioni 2 e 115; quanto al privilegio della segretezza dei conti annuali della società, esso era sancito alla sez. 26 secondo cui il c.d. *summary* «*must also (except where the company is a private company) include a statement, made up to such date as may be specified in the statement, in the form of a balance sheet, audited by the company's auditors, and containing a summary of its share capital, its liabilities, and its assets, giving such particulars as will disclose the general nature of those liabilities and assets, and how the values of the fixed assets have been arrived at, but the balance sheet need not include a statement of profit and loss.*» Quanto agli altri privilegi, ai sensi del *Company (Consolidation) Act* del 1908 una *private company* poteva avere un solo amministratore, in luogo di un minimo di due, il quale non era tenuto a depositare preventivamente presso il registro delle imprese il suo consenso scritto ad agire come amministratore della società (sez. 72); poteva costituirsi più velocemente, non dovendo redigere un prospetto o una dichiarazione sostitutiva di esso (sez. 82) o ottenere un certificato che la autorizzasse ad iniziare l'attività o a richiedere prestiti (sez. 87) o preoccuparsi della sottoscrizione minima delle azioni emesse (sez. 85); la società era tenuta allo svolgimento dell'assemblea legale prevista dalla sez. 65, ma non doveva trasmettere e depositare la relazione legale (c.d. *Statutory Report*) prima dell'assemblea, come invece dovevano fare le altre società. Ad ogni modo, si tenga presente che, come riferisce C. M. SCHMITTHOFF, T.P.E CURRY, *Palmer's Company law, cit.*, 38 e ss. e L. C. B. GOWER, *The English Private Company, cit.*, 541 e anche G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata, cit.*, 3 in nt. 3, il *Companies Act* del 1948 (11 & 12 Geo. 6 Chapter 38), per contrastare l'abuso del *privilege of balance sheet secrecy* da parte delle *public companies* che nascondevano le proprie informazioni contabili al pubblico tramite l'espedito dell'esercizio di attività d'impresa attraverso il controllo di *private company*, introdusse la nota distinzione tra *ordinary private company* e *exempt private company*, imponendo alla prima, fermo restando gli altri privilegi dell'essere una società privata, la pubblicazione dei propri bilanci, da cui era esentata esclusivamente la seconda che doveva all'uopo soddisfare requisiti ulteriori (indicati alla sez. 129 del *Companies Act* del 1948) rispetto a quelli statuari. Tale distinzione fu successivamente abolita con il *Companies Act* del 1967 (Chapter 81, sez. 2), e a partire da tale momento

regime normativo scevro del gravoso carico della *disclosure* offerto alle imprese di modeste dimensioni fu, quindi, rappresentato dalle restrizioni statutarie alla circolazione dei titoli e alla dimensione della compagine sociale, unitamente al divieto di offerta al pubblico delle azioni. La struttura o, per meglio dire, la fattispecie *company* e, dunque, il capitale diviso in azioni e il privilegio della responsabilità limitata continuò a caratterizzare ogni tipo di società capitalistica, diversificate solo in punto di disciplina. Da una scelta statutaria concernente l'inserimento di determinate clausole volte ad attribuire intimità e riservatezza all'affare sociale si faceva discendere la parziale esenzione dalle regole dettate per le *public companies*. Ma la *company*, se non aperta al mercato, restava una società «*limited by shares*»¹², le cui partecipazioni potevano essere rappresentate da *share certificates*, seppure sottoposte a limitazioni

tutte le *companies* erano tenute a pubblicizzare i loro bilanci d'esercizio. Resta ferma anche oggi la classificazione in *private* o *public companies* nell'ordinamento inglese, la quale già con il *Companies Act* del 1980 (c. 22) è stata capovolta nel senso di prevedere che ogni *company* sia *private* a meno che faccia ricorso al pubblico risparmio, divenendo *public company* e ciò, come rileva G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, Cedam, 65 v. nt. 2 e M. FREEMAN DURHAM, *The Companies Act, 1980: effects on British corporate law*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 4, 1982, 554, ciò per sottrarre, tramite una restrizione dei confini definitivi della *public company*, le società inglesi alla normativa dettata dalla Seconda Direttiva Cee in materia societaria.

¹² La circostanza che una *company* potesse e possa essere *limited by guarantee* ai nostri fini non rileva, trattandosi innanzitutto di una sub-fattispecie societaria cui non poteva ricorrere una *private company*, come si desume agevolmente dalla sez. 121 del *Company (Consolidation) Act* del 1908 che imponeva alle società per essere *private* di restringere statutariamente il trasferimento delle proprie *shares*. In questo senso, G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée, cit.*, 21 secondo cui la distinzione introdotta nella sezione 2 della legge del 1908 tra *public or private companies* ha un ambito di applicazione ristretto, come si desume dalla definizione data dalla legge di *private company* da cui si ricava che essa riguarda solo le società in cui capitale sia diviso in azioni. Tra l'altro, in passato come oggi, le *company limited by guarantee* sono reputate particolarmente adeguate al perseguimento di scopi non lucrativi, come sottolinea L.C.B. GOWER, *The English Private Company, cit.*, 12 il quale scrive che «*the guarantee company is particularly suitable for non-profit-making associations. A division of the undertakings into "shares" is inappropriate because no divisions of profits is contemplated, and the members may not wish initially to put any money into the concern as they would have to do if they subscribed for shares*» e secondo cui «*the guarantee company is widely used by charitable and quasi-charitable organizations (such as schools, colleges and the "Friends" of museums and picture galleries).*»

statutarie in punto di trasferimento¹³ e la cui vicinanza alla *public company* emergeva dalla circostanza che essa diventava tale semplicemente espungendo dallo statuto una delle tre limitazioni sopra descritte. Non si reputò opportuno, nonostante l'emanazione solo pochi anni prima nella vicina Germania della *Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)*, di seguire il modello tedesco¹⁴, probabilmente considerando che la prassi inglese conosceva ampiamente e diffusamente questa forma organizzativa che, anche in ragione della politica legislativa liberale dell'epoca, si era ampiamente sviluppata nel solco della tradizionale società azionaria.

La *private company* inglese non fu, quindi, introdotta creando un autonomo tipo sociale distinto da quello azionario, ma tramite il suo inquadramento nel contesto normativo della *public company* a cui essa era quasi interamente assoggettata¹⁵. In tale maniera, il legislatore inglese eliminò agevolmente il rischio, proprio dell'ordinamento tedesco e di tutti gli altri sistemi giuridici ad esso improntati, connesso alla creazione di due tipi di società di capitali, vale a dire che «*la struttura e la disciplina di due società concepite come diverse vengano praticamente a coincidere*»¹⁶. Difatti, nella

¹³ Come rileva G. DROUETS, *La Compagnie privèe (private company) et la Société à responsabilité limitée, cit.*, 58 e ss. le regole applicabili alle azioni e agli azionisti nelle ipotesi di *public companies* si applicavano puramente e semplicemente alle *private companies*, con la differenza che il diritto degli azionisti in quest'ultima società di cedere le proprie partecipazioni doveva essere limitato dall'autonomia statutaria e che questa società non poteva emettere titoli al portatore.

¹⁴ T. GUINNANER, R. HARRIS, N.R. LAMOREAUX, J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society, cit.*, 705 affermano che il Loreburn/Warmington Committee del 1905, nonostante la GmbH fu introdotta pochi anni prima, non fecero alcun riferimento nel loro report a tale nuova forma sociale ma semplicemente adottarono un approccio differente, creando due distinte classi di corporations. Nello stesso senso H. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleichcit.*, 22.

¹⁵ Per un confronto sulle diverse risposte normative di fine 1800 del legislatore tedesco e britannico alle esigenze sottese alle piccole imprese v. M. LUTTER, *Limited Liability Company and Private Company*, in CONARD-VAGTS (a cura di), *International Encyclopedia of Comparative Law, Business and Private Organizations*, vol. XIII/1, Tübingen, Mohr Siebeck, 2006, 3 e ss; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l., cit.*, 360 e ss.

¹⁶ Citazione di G. SANTINI, *La società a responsabilità limitata, cit.*, 4, commentando positivamente l'approccio del legislatore inglese, il cui atteggiamento è definito più logico di quello dei legislatori continentali dal momento che «collegando taluni effetti alla presenza di alcune clausole che ne sottolineano il carattere personalistico, in deroga al regime generale previsto per l'unico tipo di società, non si crea un doppione inutile; si esclude, cioè, che possa esistere una società per azioni con clausole che praticamente l'identifichino con la società a responsabilità limitata e viceversa».

storia della nostra dottrina ricorre ciclicamente, all'indomani di ogni significativa riforma legislativa in materia di società a responsabilità limitata, il dibattito inerente ai rapporti tra questa società e la società per azioni, dibattito che in Gran Bretagna non ha alcuna ragion d'essere.

2.1 Le restrizioni alla circolazione della quota nelle leggi di matrice germanica sulla *GmbH*

Nell'indagine storico-comparatistica in atto rileva in particolare l'antecedente storico tedesco e austriaco. Nella Germania di fine '800 (precisamente nel 1892) si è assistito alla fondamentale introduzione del nuovo tipo societario, noto universalmente per l'influenza che ebbe su molteplici legislazioni nazionali¹⁷, della *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (*GmbH*)¹⁸. A differenza della *private company* inglese, il riconoscimento

¹⁷ In questo senso H. FLEISCHER, *Einleitung* in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2022, Rdn. 210 che documenta la vastissima espansione della GmbH nel mondo, definendola «als erfolgreichster Exportartikel des deutschen Rechts» e descrivendo la sua esportazione in Portogallo nel 1901, in Austria nel 1906, in Cecoslovacchia nel 1920, in Francia nel 1925, in Turchia e nel Liechtenstein nel 1926, in Ungheria nel 1929, in Lussemburgo nel 1933, in Polonia nel 1934, in Belgio nel 1935, in Svizzera nel 1936 e, al di fuori dell'Europa, in Corea nel 1931, in Argentina nel 1932, in Messico nel 1934 e in Giappone nel 1938. Dopo la seconda guerra mondiale, la Spagna nel 1953 e la Grecia nel 1955, così come i Paesi Bassi nel 1971 e la Danimarca nel 1974, si unirono alla grande *GmbH-Rechtsfamilie*. In seguito alla caduta del comunismo, la Russia e la Cina hanno introdotto la società a responsabilità limitata che oggi è complessivamente presente in 100 Paesi.

¹⁸ La storia dell'emanazione della *GmbH-Gesetz* e in particolare dei lavori preparatori è ripercorsa dettagliatamente da W. SCHUBERT, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung - Eine neue juristische Person*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 11/12, Milano, Giuffrè Editore, 1982/83, 589 e ss.; F. FRÄNKEL, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, Tübingen, 1915; H. FLEISCHER, *Einleitung*, cit., Rdn. 210; T.W. GUINNANE, *Creating a new legal form: the GmbH*, in *Business History Review*, 2021, 3 e ss.; F. WOOLDRIDGE, V.D. SHARMA, *The Private Company in German Law*, 1975, in *Anglo-American Law Review*, 40 e ss.; G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 88 e ss. Sulla storia della società a responsabilità limitata in Germania in termini generali e più sintetici si rimanda a A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, cit., 25 e ss., G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 7; G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, cit., 4; O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, cit., 532 e ss.; L. MOSSA, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato*

della quale non fu che il risultato di un'opera di adeguamento del diritto ad una realtà che la vedeva quale attrice principale, la *GmbH* non aveva avuto alcuna esistenza nella vita economica prima della sua introduzione. Essa fu un prodotto creato di pugno dal legislatore tedesco¹⁹ in conseguenza della severa regolamentazione dettata nel 1884 per l'*Aktiengesellschaft*, dell'inaugurazione della nuova politica coloniale tedesca di fine XIX secolo e della serrata concorrenza regolamentare con l'Inghilterra²⁰. La rigorosità della disciplina in punto di costituzione, organizzazione e pubblicità della grande impresa societaria capitalistica, adottata per reagire alle conseguenze discendenti dall'abolizione del sistema autorizzatorio di costituzione, si rivelò decisamente inadeguata per i piani imprenditoriali di soggetti legati da rapporti di stima e

del nuovo diritto commerciale, Padova, Cedam, 1953, 54 e ss.; T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, 394 e ss.; M. LUTTER, *Limited Liability Company and Private Company*, cit., 5; H. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, cit., 7.

¹⁹ H. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, cit., 5 il quale riferisce che secondo un detto comune «*das GmbH-Gesetz 1892 dem Kopf des deutschen Gesetzgebers entsprungen wie weiland Athene dem Haupt des Zeus*». W. HALLSTEIN, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung in den Auslandsrechten, verglichen mit dem deutschen Recht*, in *Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 1938/39, 347 definisce la società a responsabilità limitata come «*eine rationale Schöpfung des modernen Gesetzgebers, ein geschichtloses künstliches Gebilde*», vale a dire una creazione razionale del legislatore moderno, un'entità artificiale senza storia.

²⁰ Queste tre linee di giustificazione allo sviluppo della *GmbH* sono enunciate da T.W. GUINNANE, *Creating a new legal form: the GmbH*, cit., 4. Quanto alla concorrenza tra ordinamenti, al riguardo riferisce H. FLEISCHER, *Einleitung*, cit., Rdn. 217 il quale riporta il contenuto di un parere di un esperto indirizzato al Reichkanzler Bismark, allegato al progetto di legge del 1891, che riprendeva il fenomeno delle *private companies* come giustificazione per l'introduzione della società a responsabilità limitata anche in Germania, affermando «*Die unangemessene Vermehrung der Limited Companies und deren Ausdehnung auf Geschäfte vom kleinsten Umfange dürfte also in Beweis für die Nothwendigkeit und Zweckmäßigkeit solcher Gesellschaftsformen unabweisbar sein*». Parimenti H. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, cit., 7 che a testimonianza del fatto che il legislatore tedesco, diversamente da quello inglese, "inventò" la s.r.l. cita una serie di dichiarazioni di Oechelhäuser nel periodo precedente la codificazione che, nel suo memorandum alle Camere di Commercio prussiane dell'aprile 1888, indicava l'Inghilterra come il concorrente più pericoloso nella competizione tra i regolatori, in quanto disponeva di una forma giuridica che concedeva a tutti una responsabilità limitata e allo stesso tempo dispensava da un capitale nominale degno di nota.

considerazione reciproca o da legami parentali²¹. La legislazione tedesca, inoltre, era ben lungi dall'aver la flessibilità propria della normativa societaria inglese sicchè essa stroncò sul nascere qualsiasi tentativo di suo adattamento alle piccole società, rendendone difficile la costituzione²².

Per rispondere a questa lacuna normativa²³ prese piede un movimento riformista propulsore dell'introduzione di una nuova forma sociale funzionale a contemperare le necessità commerciali delle piccole imprese, garantendo loro una limitazione della responsabilità sociale ai conferimenti effettuati²⁴. Si ritenne, infatti, che il privilegio della responsabilità limitata potesse andare oltre il confine in cui era stato in precedenza circoscritto, coincidente con le grandi imprese aperte al pubblico, e accordarsi altresì ad un gruppo ristretto di soci disponibili a gestire in prima persona il capitale sociale e l'attività al cui esercizio esso era funzionale²⁵. Tale obiettivo fu perseguito costruendo una regolamentazione *ad hoc* che fosse priva degli aggravati normativi propri del

²¹ Ne riferiscono ampiamente P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 360 e ss.

²² In ragione di ciò, si potrebbe dire che in un certo senso l'introduzione della società a responsabilità limitata fu il risultato di una scelta inevitabile, funzionale a favorire necessità di una prassi commerciale che non trovavano adeguata tutela giuridica. Nel contesto normativo inglese, invece, le *private companies* erano molto diffuse e il loro riconoscimento normativo non fu che la conseguenza di un adeguamento del diritto ad un mondo economico in cui esse erano già presenti.

²³ In particolare, come risulta dal progetto ufficiale alla *GmbH-Gesetz* del 1891, il panorama societario dell'epoca era reputato inadeguato. La società per azioni risultava avere un campo di applicazione limitato e circoscritto alle grandi imprese sicchè ad essa fu attribuito il carattere di una società tendenzialmente aperta al pubblico e fondata sull'instaurazione di rapporti tra società e socio decisamente instabili e temporanei. La società in accomandita semplice non consentiva di limitare la responsabilità di tutti i soci a un determinato importo, poiché almeno uno di essi doveva assumersi una responsabilità illimitata secondo i principi applicabili alla società in nome collettivo. Queste ultime richiedevano una gestione diretta dell'attività sociale da parte di tutti i soci, disposti ad apparire all'esterno come i titolari dell'impresa, per coprirne l'affidabilità con il loro nome e la loro persona..

²⁴ *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung nebst Begründung und Anlagen*, 1891.

²⁵ F. FRÄNKEL, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, cit., il quale riferisce le parole di Oechelläuser, considerato uno dei padri della *GmbH*, durante le delibazioni inerenti la legge del 15 marzo 1888 sulle società coloniali, il quale già in quella sede insisteva sulla necessità dell'introduzione di una nuova forma sociale di stampo individualista, in particolare «una forma di società in cui le persone che consegnano il capitale possano anche entrare in contatto diretto con esso e farlo fruttare personalmente, godendo allo stesso tempo del beneficio della responsabilità limitata del capitale».

sistema azionario posti a tutela del vasto pubblico partecipante e che, invece, recepisce da quel sistema solo le soluzioni che sottendessero una risposta normativa ad analoghe esigenze²⁶. Nel coacervo degli interessi tutelati furono così espunti quelli del risparmio anonimo, privilegiando di converso la protezione dei creditori sociali e, al contempo e coerentemente, la nuova società fu caratterizzata da una forte chiusura verso l'esterno.

Al flebile rapporto del socio con l'organizzazione d'impresa, tipico della società per azioni, si sostituì il tentativo di costruire un legame tra di essi tendenzialmente permanente o, comunque, duraturo, a supporto del quale si incise in particolare sulla partecipazione sociale, in punto di strutturazione e circolazione. In questo contesto, fermo restando il privilegio accordato al paradigma collettivista rispetto a quello individualista²⁷ tramite la previsione del tipico elemento capitalistico della

²⁶ *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung nebst Begründung und Anlagen, cit.*, 28 ove si sottolinea l'inadeguatezza per società costituite da pochi soci, strettamente legati l'un l'altro, delle disposizioni previste dalla *Aktiengesetzes* del 1884 inerenti la costituzione e l'organizzazione della società per azioni e la pubblicazione dei suoi risultati commerciali o quelle impositive di stretti limiti alla società per quanto riguarda la regolamentazione autonoma degli affari interni e, dunque, restrittive dell'autonomia statutaria. Parimenti nel progetto alla *GmbH-Gesetz* fu reputato inopportuno per la forma sociale ivi coniata il trattamento del patrimonio sociale raccolto con il conferimento dei soci: non si reputò, infatti, indispensabile che i versamenti da parte degli azionisti fossero determinati fin dall'inizio in modo inalterabile dallo statuto e che dovessero essere indicati nel valore nominale delle azioni. Infatti, la relazione sottolinea che per consentire la libera circolazione dei diritti azionari dei soci la determinazione assoluta dei versamenti da effettuare su ciascuna azione è un requisito essenziale, obiettivo che non si intendeva perseguire con la creazione della *GmbH*. V. anche G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata, cit.*, 73 nt. 31 che, nel commentare la relazione della Commissione giuridica del *Bundestag* sopra citata, sottolinea come ivi fu posta molta attenzione nell'evitare il meccanico trasferimento alla *GmbH* delle norme dettate per l'*Aktiengesellschaft*, escludendo dunque il richiamo a quelle modellate sulle esigenze di società con un numero potenzialmente illimitato di soci anonimi, e quindi non adatte ad una figura come la *GmbH* caratterizzata da un numero scarso di soci, non raramente legati fra di loro da vincoli personali, e consentendo, invece, l'applicazione di norme volte a tutelare i creditori sociali, trattandosi di un'esigenza comune a tutti i tipi caratterizzati dalla responsabilità limitata dei soci.

²⁷ La prima proposta legislativa sulla *GmbH* provenne da un membro del Reichstag, considerato come padre spirituale di questa nuova forma sociale, il già ricordato Wilhelm Oechelhäuser, che promosse l'idea di una forma individualista di società a responsabilità limitata nel suo progetto di legge del febbraio del 1884 modificativo del Codice di commercio tedesco. Il progetto, in particolare, prevedeva l'applicazione alla

libera circolazione delle partecipazioni, fu significativamente contrastata l'agilità e la velocità degli scambi di partecipazioni, promuovendone un commercio "a trattativa privata". Nell'ottica di esaltare le persone dei soci e i loro rapporti vicendevoli si costruì una società a struttura ristretta, allontanando, al pari dell'ordinamento inglese, le partecipazioni sociali dal mercato di borsa tramite due fondamentali previsioni. Per privare le partecipazioni sociali del carattere di fungibilità proprio delle azioni, ontologicamente destinate all'ampia diffusione presso il pubblico, si escluse la suddivisione del capitale sociale in partecipazioni-tipo, attribuendo alle stesse un carattere recisamente personale tramite l'ideazione del modello della «quota unica iniziale»²⁸. Ogni socio poteva sottoscrivere nella fase costitutiva della società esclusivamente una quota

nuova società delle disposizioni sulla società in nome collettivo nei limiti in cui non fossero integrate o modificate dalle otto disposizioni specifiche inerenti la *GmbH*. Parimenti è a dirsi per la proposta progettuale dell'avv. Robert Esser. Fattori del paradigma collettivista furono, invece, l'avv. berlinese Veit Simon e il direttore di banca nonché avvocato Jacob Rießer, i quali proposero l'introduzione di una *vereinfachte Aktiengesellschaft*. In questo conflitto di orientamenti, il disegno di legge sulla *GmbH* rigettò l'opinione di Oechelhäuser propendendo, ad avviso della dottrina maggioritaria, per il modello collettivista, stante la previsione di un organo esterno, del principio di maggioranza, della libera trasferibilità delle azioni, dell'uscita del socio solo attraverso il trasferimento della sua quota. In questi termini v. per tutti H. FLEISCHER, *Einleitung, cit.*, Rn. 70-71. Resta fermo che nella relazione ufficiale della legge sulla *GmbH* si specificò che la nuova società potesse occupare «*eine Mittelstellung zwischen den streng individualistischen Gesellschaftsformen des geltenden Rechts und der als äußerste Konsequenz des kapitalistischen Prinzips sich darstellenden Aktiengesellschaft*».

²⁸ Questa sistemazione si deve alla letteratura spagnola. In particolare, v. F. DE SOLA CANIZARÈS, *La société a responsabilité limitée en droit comparé*, in *Revue internationale de droit comparé*, 1950, 67 e ss. che, nell'effettuare una disamina di diritto comparato della società a responsabilità limitata, classifica in relazione alla disciplina delle partecipazioni sociali i vari ordinamenti in tre sistemi, a seconda dell'adozione del modello della *part unique initiale*, in cui fa rientrare la Germania e il Portogallo, della *part unique permanente* in cui fa rientrare l'Austria, l'Italia, la Svizzera, il Messico, la Colombia e della *pluralité de parts* a cui riconduce la Francia, il Belgio, l'Argentina, il Lussemburgo e la Bolivia. V. anche V. CHULIA, *Introducción al derecho mercantil*, Valencia, 2006, 558.

di partecipazione²⁹, il cui valore nominale, pari almeno a 5.000 marchi³⁰, variava inevitabilmente da sottoscrittore a sottoscrittore³¹. Fin dalla sua

²⁹ Il § 5 (2) GmbHG-Gesetz prescriveva che «kein Gesellschafter kann bei Errichtung der Gesellschaft mehrere Stammeinlagen übernehmen». Al riguardo, nella *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung nebst Begründung und Anlagen*, cit., 37 si giustifica tale previsione, specificando che «Die für die Aktiengesellschaft wesentliche Zerlegung des Gesellschaftskapitals in eine statutarisch zu bestimmende Zahl von Antheilen mit bestimmtem kennwerth, von welchen der einzelne Gesellschafter gleich Anfangs eine Mehrheit übernehmen kann, hat vorwiegend nur den Zweck, durch Herstellung einer größeren Zahl gleichwerthiger Antheilsrechte die Veräußerung derselben im Handelsverkehr zu erleichtern. Diese Einrichtung ist auf die neue Gesellschaft nicht zu übertragen. Diese Einrichtung ist auf die neue Gesellschaft nicht zu übertragen. Vielmehr wird hier der Geschäftsantheil eines Gesellschafters begrifflich mit der Gesamtbetheiligung desselben zusammenfallen müssen, woraus sich von selbst ergibt, daß jeder Theilnehmer auch nicht mit mehr als einem Geschäftsantheil sich betheiligen kann. Unbedingt läßt dieser Grundsatz sich allerdings nur für den ersten Beitritt zur Gesellschaft durchführen, wogegen eine nachträgliche Vereinigung mehrerer selbständig bleibender Geschäftsantheile in der Hand eines Gefellschafters nicht ohne weiteres ausgeschlossen werden kann. Das Bethetheilungsverhältniß der einzelnen Gesellschafter braucht natürlich nicht das gleiche zu sein; dasselbe wird sich vielmehr, ohne daß den Geschäftsantheilen selbst ein bestimmter Nennwerth beigelegt wird, durch den Betrag der von jedem Gesellschafter übernommenen Einlage bestimmen müssen». Commentando detta disposizione, L. PARISIUS, H. CRUEGER, *Das Reichsgesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung vom 20. April 1892: Systematische Darstellung und Kommentar nebst Entwürfen von Gesellschaftsverträgen und praktischer Anleitung für die Registerführung*, Berlin, De Gruyter, 1893, 68 riconducono la sua ragione nell'esigenza di differenziare la nuova società dalla società per azioni, riportandosi ad un'affermazione del rappresentante del governo in risposta all'interrogativo insorto in seno alla Commissione in merito alla possibilità di dividere il capitale in quote uguali ed indivise che di seguito si cita testualmente «durch eine Zerlegung des Stammkapitals in gleichwerthige Geschäftsantheile die Gesellschaft mit beschränkter Haftung der Aktiengesellschaft näher gebracht werden würde, als zweckmäßig und wünschenswerth er scheint, daß eine solche Zerlegung in gleichwerthige Geschäftsantheile nach dem Grundgedanken und dem Zwecke der Gesellschaft mit beschränkter Haftung weder nothwendig noch gerechtfertigt erscheine». WINTER, §5, in *Scholz. Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Verlag Otto Schmidt KG, Colonia, 1986, sottolinea che lo scopo del divieto di acquisire più quote in fase costitutiva è quello di creare un legame più stretto tra i soci e la società e di rendere più difficile per il singolo socio fondatore commerciare, acquisendo più azioni fin dall'inizio.

³⁰ Anche la previsione di un valore minimo elevato della quota fungeva nel complessivo disegno legislativo da ostacolo all'utilizzo del nuovo tipo da parte della grande impresa. *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung nebst Begründung und Anlagen*, cit., 50.

³¹ Il § 5 (3) disponeva «Der Betrag der Stammeinlage kann für die einzelnen Gesellschafter verschieden bestimmt werden.». Oggi è stato modificato nei seguenti termini con la

nascita il principio di unicità della quota, noto in tedesco con l'espressione «*Einheitlichkeit des Geschäftsanteils*», conobbe due fondamentali eccezioni. Al fine di individuare la spettanza degli obblighi connessi a ciascuna partecipazione³², si stabilì che in caso di acquisto di una successiva quota o di sottoscrizione della stessa in sede di aumento di capitale le partecipazioni mantenevano la loro individualità senza confondersi l'una per l'altra³³. Inoltre, la duplicazione delle quote per ciascun titolare era anche determinata dalla previsione della loro divisibilità, la quale fu ammessa solo in caso di alienazione parziale o successione *mortis causa* e previo consenso della società³⁴. L'unità della partecipazione fu dunque

riforma MoMIG del 2008 «*Die Höhe der Nennbeträge der einzelnen Geschäftsanteile kann verschieden bestimmt werden*». Come specificato in C. SCHWANDTNER, § 5, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2022, Rn. 16 e Rn. 41 la sostituzione del termine "Stammeinlagen" con "Nennbeträge der Geschäftsanteile" non comporta alcuna modifica giuridica ma è stata unicamente effettuata nell'ottica di un uso più moderno e comprensibile del linguaggio.

³² *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung nebst Begründung und Anlagen*, cit., 60 e 105 giustificano la previsione alla luce dell'articolata disciplina relativa al socio moroso e, in particolare, della rivalsa nei riguardi dei predecessori legali della quota del socio escluso in conseguenza dell'inadempimento dell'obbligo di pagare i conferimenti ancora dovuti e prescritta tutt'ora dal § 22 *GmbH-Gesetz*. Anche G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 82 nt. 7 che sottolinea come «l'esito favorevole della rivalsa comporta infatti, in base all'ultimo comma del § 22, il trasferimento della quota al medesimo dante causa fruttuosamente escusso, trasferimento che non sarebbe ovviamente concepibile se la predetta quota non avesse nel frattempo mantenuto la propria autonomia».

³³ Il § 56 (3) disponeva che «*Wird von einem der Gesellschaft bereits angehörenden Gesellschafter eine Stammeinlage auf das erhöhte Kapital übernommen, so erwirbt derselbe einen weiteren Geschäftsanteil.*» Parimenti il § 15 (2) prevedeva «*Erwirbt ein Gesellschafter zu seinem ursprünglichen Geschäftsanteile weitere Geschäftsanteile, so behalten dieselben ihre Selbstständigkeit.*»

³⁴ In particolare, il § 16 consentiva di disporre di parte della quota di partecipazione con il consenso della società, fermo restando la possibilità di escludere statutariamente il preventivo consenso sociale solo là dove la quota fosse alienata a soci. Risultava, dunque, necessario ed inderogabile il consenso preventivo in caso di alienazione parziale della quota a non soci. Specificamente, il § 16 (3) disponeva «*Im Gesellschaftsvertrag kann bestimmt werden, daß für die Veräußerung von Theilen eines Geschäftsanteils an andere Gesellschafter, sowie für die Theilung von Geschäftsanteilen verstorbener Gesellschafter unter deren Erben eine Genehmigung der Gesellschaft nicht erforderlich ist.*» Il citato *Entwurf* giustifica le limitazioni alla divisibilità della quota nei seguenti termini «. . . um zu verhüten, dass durch missbräuchliche Anwendung der Theilung

privata della sua assolutezza dallo stesso legislatore che consegnò alla pratica un principio già sminuito quasi fino all'estremo e ulteriormente svilito dalla diffusa prassi di ricorrere ad intestatari fiduciari per acquisire fin dalla costituzione della società plurime partecipazioni³⁵.

In misura sicuramente maggiore, la chiusura della società fu garantita intervenendo sul piano circolatorio tramite la stringente previsione della forma notarile per il trasferimento delle partecipazioni sociali, disposizione cardine nel tentativo di preservare il carattere personale della società³⁶. Gli elevati costi transattivi connessi al

die Zahl der Geschäftsanteile in der Hand der einzelnen Gesellschafter bis zu einem Grade vervielfältigt wird, bei welchem sich die Grenze gegenüber den bezüglichlichen Einrichtungen der Aktiengesellschaft verwischt.» Sul punto anche G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée cit.*, 115 secondo il quale la disposizione realizza un sistema intermedio non prevedendo né il principio di indivisibilità delle quote dettato per la società per azioni poiché esso avrebbe significato privare il socio di qualsiasi mezzo per disporre della propria partecipazione, là dove di valore elevato, né l'assoluta ed illimitata possibilità di frazionamento delle quote poiché essa avrebbe contraddetto il principio di unità della quota, compromettendo gli interessi che esso intendeva tutelare.

³⁵ V. HAPP, *Deregulierung der GmbH im Wettbewerb der Rechtsformen*, in 169 ZHR, 2005, 6-34. Riferisce dell'elusione del principio di unitarietà tramite il ricorso a uomini di paglia, acquirenti di plurime quote in sede costitutiva per conto dell'effettivo fondatore, anche G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée, cit.*, 114 nt. 1.

³⁶ Il § 15 (3) dispone «*Zur Abtretung von Geschäftsanteilen durch Gesellschafter bedarf es eines in notarieller Form geschlossenen Vertrages*». Si precisa che la disposizione è rimasta interamente invariata, avendo le modifiche apportate dalla riforma MoMiG esclusivamente riformulato da un punto di vista linguistico il vecchio testo della norma risalente al 1892, senza introdurre alcuna novità sostanziale.

La giurisprudenza tedesca individua la *ratio* della forma notarile nell'esigenza di «escludere negoziazioni facili e speculative di azioni della GmbH. I diritti azionari in una GmbH non dovrebbero diventare oggetto di libero scambio e non dovrebbero essere negoziati in borsa come le azioni; un libero spostamento delle quote societarie da mano a mano deve essere reso impossibile mediante l'imposizione dell'obbligo di forma». La citazione è ripresa da BGH, 24 marzo 1954, in BGHZ 13, 51 e ss. Condividono questa spiegazione della norma anche BGH, 5 novembre 1979, in NJW 1980, 1100; BGH, 25 settembre 1996 in NJW 1996, 3338; BGH, 19 aprile 1999 in NJW 1999, 2594; BGH, 12 dicembre 2005 in DSzR 2006, 1378; BGH, 10 marzo 2008 in NZG 2008, 377; BGH, 14 dicembre 2016 in ZfBR 2017, 239. In questo senso anche V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti, cit.*, 17 e ss. Anche il legislatore del MoMiG in *Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)*, 23 maggio 2007, ha ritenuto che la finalità della

trasferimento delle quote, infatti, distoglievano il piccolo risparmiatore dall'ingresso in società, rendendo quest'ultima luogo prediletto per pochi soggetti coinvolti in prima persona nelle vicende sociali, se non addirittura nella gestione della società (c.d. "soci imprenditori").

Non fu, invece, previsto un espresso divieto di rappresentazione delle quote in titoli di credito, reputandosi sufficiente ad arginare il pericolo di operazioni speculative le disposizioni anzidette³⁷. Ma così non fu. La storia della *GmbH* tedesca consegna, infatti, molteplici episodi di vivace ed intenso commercio di quote causato proprio dalla mancanza di

certificazione notarile ai sensi del comma 3 fosse quella di creare un «ostacolo alla libera trasferibilità delle partecipazioni». S. HERMANN, *Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, De Gruyter, 1903, 107 il quale afferma, commentando la disposizione, che «Die erschwerende Form ist eingeführt, damit die Anteilsrechte nicht zu einem Gegenstände des Handelsverkehrs werden. Sie sollen besonders nicht in den Börsenverkehr geraten und nicht Gegenstand der Agiotage werden, wie die Aktien. Deshalb wird der Erwerb der Geschäftsanteile und schon das pactum de cedendo mit zeitraubenden und kostspieligen, daher die reifliche Überlegung der Kontrahenten herausfordernden Förmlichkeiten umgeben. Die Veräußerung und der Erwerb sind dadurch vor übereilter Vornahme geschützt und der leichte, wilde, spekulative Handel damit gehemmt». Nel corso del tempo al requisito formale sono state ascritte anche altre funzioni e di particolare rilievo risulta oggi la funzione probatoria, non essendo di regola documentata la partecipazione ad una *GmbH*. Al riguardo, si rimanda a WELLER, REICHER, § 15, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2022, Rn. 16-19.

³⁷ *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung nebst Begründung und Anlagen*, cit., 37, ove si sottolinea che al fine di evitare che le quote sociali diventino oggetto di transazioni fraudolente non si reputò sufficiente escludere l'emissione di titoli al portatore o l'uso di girate per trasferire le quote ma si andò oltre, prevedendo una forma di trasferimento che rendesse la cessione dei certificati emessi dalla società ai suoi soci priva di qualsiasi significato. Critico nei riguardi di questa impostazione è F. FRÄNKEL, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, cit., che sottolinea come lo sviluppo della *GmbH* abbia poi dimostrato come ci sia stato un ampliamento dell'ambito di applicazione di questa forma sociale, spostato al limite con quello della società per azioni, a causa di un eccesso di negoziazioni sulle quote sociali ad arginare il quale l'a. proponeva la trasposizione in Germania di alcune previsioni dirette a disciplinare il tipo minore in Austria e in Inghilterra, tra le quali ricordiamo la previsione di un limite al numero dei soci, l'unitarietà della quota anche in sede di aumento di capitale o di acquisto di un'altra quota e il divieto di emissione di titoli di credito.

un divieto di emissione di titoli di credito³⁸. Come riferisce la dottrina³⁹, infatti, la negoziazione delle quote fin dall'inizio del '900 avvenne

³⁸ F. FRÄNKEL, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, cit.*, 156 e ss., nel riportare esempi di "offerta al pubblico" di quote di partecipazione risalenti al settembre del 1892, sottolinea l'errore in cui è incorso il legislatore tedesco nel reputare sufficiente l'obbligo della forma notarile o giudiziale per frenare le negoziazioni di quote di *GmbH* e nel prevedere la divisibilità delle quote, disposizione quest'ultima che, per quanto economicamente necessaria, ha aumentato la trasmissione delle partecipazioni, in controtendenza rispetto allo spirito della legge fondato sull'esigenza di impedire che la nuova società facesse appello alle grandi masse; J. KECKER, *Die Fungibilisierung von GmbH-Anteilen, Grundlagen und rechtliche Umsetzung*, Colonia, Carl Heymanns Verlag KG, 1991, 12 riferisce che all'inizio del XX secolo plurime imprese coloniali di trivellazione e minerarie costituite sottoforma di *GmbH* avvertirono l'esigenza di finanziare i loro progetti ad alta intensità di costi tramite il ricorso ad un mercato di borsa. In conseguenza di queste spinte sociali, si cristallizzarono a partire dal 1914 tre forme di negoziazione delle quote: la cessione dei certificati emessi dalla società, l'alienazione di diritti di disposizione (c.d. *Verfügungsrechten*) e il rilascio di procure in bianco. Al riguardo anche V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, Giuffrè, 2008, 19, il quale, citando numerosa dottrina tedesca sul punto per la cui disamina v. pure ivi, sottolinea la contraddizione storica verificatasi in Germania ove, nonostante la previsione della forma solenne per il trasferimento delle quote sociali funzionale proprio ad evitare la creazione di un mercato delle quote, mercati di questo tipo si svilupparono a partire dall'entrata in vigore della *GmbH-Gesetz* e fino agli anni venti del secolo scorso. L'a. documenta di operazioni di commercio delle quote sociali attuati nelle principali piazze d'affari tedesche e il sorgere di *dealers* proprio specializzati nel proporre offerte di vendita e acquisto di quote di s.r.l. A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata, cit.*, 44 e ss. riferisce del movimento riformista che, in seguito ai numerosi fallimenti registrati in Germania ad inizio '900 e riguardanti molteplici *GmbH* da poco costituite, prese piede in quel contesto e che aveva anche come scopo quello di impedire la speculazione sulle quote e su frazioni di quote dovute all'elusione della forma notarile, forma resa vana dal frequente errore di considerare i certificati probatori delle quote veri e propri titoli di credito. L'a. riporta le opinioni della dottrina tedesca dell'epoca favorevole all'introduzione di alcune disposizioni della legge austriaca sulla *GmbH* maggiormente restrittive del commercio di quote, tra cui quella di F. FRÄNKEL il quale nel suo scritto, già citato, si mostrò favorevole alla disposizione austriaca che vietava e puniva penalmente l'emissione di certificati all'ordine o al portatore rappresentativi delle quote e quella che imponeva l'unità della quota anche nelle fasi successive a quella costitutiva della società.

³⁹ F. FRÄNKEL, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, cit.*, 156 il quale riferisce che «la base di tutte le negoziazioni di quote è il certificato», la cui emissione non era vietata dalla *GmbH-Gesetz* e che era considerato equivalente al certificato azionario, a causa anche di una diffusa ignoranza della nuova legge e delle restrizioni in essa contenute al commercio di quote e della prassi di divisione del capitale sociale in quote eguali,

attraverso la cessione di certificati sociali, alimentata dall'errata convinzione che non si trattasse di meri documenti probatori dell'appartenenza alla società ma titoli di credito in senso proprio, incorporanti il diritto di partecipazione sociale.

Nel diritto austriaco la s.r.l. ha avuto lo stesso motivo di origine: affiancare alla società per azioni un tipo minore, adeguato alle iniziative di ristrette compagini sociali, a cui accordare il beneficio della responsabilità limitata senza la possibilità di ricorrere al grande pubblico⁴⁰. Con questo intento il legislatore austriaco introdusse nel 1906 una *GmbH* coniata quasi interamente sull'omonima società tedesca con una serie di innovazioni ispirate dalla preoccupazione di attenuare il più possibile gli svantaggi che 14 anni di applicazione pratica della *GmbH-Gesetz* tedesca erano stati sufficienti a rivelare. Al precipuo scopo di impedire speculazioni borsistiche, si intervenne su diversi fronti: fu fortemente personalizzata la quota di partecipazione coniando il modello della «quota unica permanente»⁴¹ in un'apposita disposizione normativa che assicurava il mantenimento dell'unicità della quota per l'intera durata del rapporto

accompagnata dall'emissione di certificati parziali in cui non era neanche specificata la necessità dell'autentica notarile per il trasferimento delle quote; R. GRÖN, *Der Anteilschein der Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, Monaco, Paul Hans, 1928; W. GRONEMANN, *Der Handel mit Geschäftsanteilen einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, Erlangen, Buchdruckerei Karl Döres, 1930, 32 e ss. concordando sul fatto che, diversamente da quanto riferito da Fränkel, le negoziazioni di quote non avvennero solo tramite la consegna di certificati sociali ma anche in virtù di altre forme di negoziazione, vale a dire i diritti di disposizione sulle quote e le procure. Negli stessi termini J. KECKER, *Die Fungibilisierung von GmbH-Anteilen, Grundlagen und rechtliche Umsetzung*, cit., 14 e ss. il quale, ad ogni modo, riferisce che la forma di negoziazione più diffusa era quella basata sui certificati, sebbene la dottrina prevalente riteneva che i medesimi avessero esclusivamente funzione probatoria. L'a. riporta, criticandola in ragione del contrasto con le disposizioni di legge (i §§ 5, II, 55, IV e 17), l'opinione di una dottrina minoritaria che aveva tentato di giustificare l'emissione di certificati parziali con la contemporanea divisione del capitale sociale in quote uguali alla luce sia della loro diffusione nella prassi, sia di ragione di ordine pratico, in particolare l'evitare l'emissione di nuovi certificati a fronte del cambiamento del valore della quota in seguito ad una sua vendita parziale.

⁴⁰ Per una sintetica descrizione della nascita della *GmbH* austriaca e dei suoi caratteri salienti si rinvia a G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 10 e ss. ; O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, cit., 532; G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 181 e ss. ; G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 4 e 5; L. MOSSA, *Società a responsabilità limitata*, cit., 55 e ss.

⁴¹ V. nt. 28.

sociale⁴²; inoltre, si escluse espressamente la possibilità di cartolarizzare le quote di partecipazione⁴³, sanzionando penalmente amministratori o liquidatori che autorizzassero o non escludessero l'emissione di titoli rappresentativi della quota⁴⁴; in ultimo, si complicò il frazionamento delle quote, subordinando ad un'espressa previsione statutaria l'eventuale divisibilità delle stesse⁴⁵. Al pari dell'ordinamento tedesco, la trasmissione delle quote fu resa economicamente gravosa nonché rallentata dall'obbligo della forma notarile.

A differenza dell'ordinamento austriaco che ha mantenuto invariate le citate disposizioni sulla s.r.l., in Germania l'intervento normativo del 2008, noto con l'acronimo "MoMiG"⁴⁶, ha segnato il definitivo superamento del modello della quota unica iniziale⁴⁷, reputato, fin dalla sua introduzione, scarsamente efficace allo scopo di limitare il traffico di partecipazioni in ragione della sua vigenza nella sola fase

⁴² Il § 75 (2) della *GmbHG* austriaca dispone anche oggi che « *Jedem Gesellschafter steht nur ein Geschäftsanteil zu. Übernimmt ein Gesellschafter nach Errichtung der Gesellschaft eine weitere Stammeinlage, so wird sein bisheriger Geschäftsanteil in dem der erhöhten Stammeinlage entsprechenden Verhältnisse erhöht.* ». La disposizione si riferisce al solo caso di acquisizione di una nuova quota in sede di aumento di capitale ma pacificamente viene interpretata ritenendola applicabile a tutti i casi in cui un socio acquista una nuova quota. In questo senso, G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 182, nt. 1.

⁴³ Il § 75 (3) dispone « *Wenn den Gesellschaftern über ihre Beteiligung Urkunden ausgestellt werden, so ist die Übertragung einer solchen Urkunde durch Indossament wirkungslos. Auch dürfen solche Urkunden nicht auf Inhaber lauten* », vietando l'emissione di titoli al portatore e sancendo l'inefficacia del loro trasferimento mediante girata.

⁴⁴ Gli §§ 121 e 124 della *GmbHG* austriaca, ora aboliti, punivano le condotte sopra riferite con la reclusione da una settimana ad un anno e con una multa da 1.000 a 20.000 corone.

⁴⁵ Il § 79 (1) dispone, ancora oggi, che « *Die Teilung eines Geschäftsanteiles ist, den Fall der Vererbung ausgenommen, nur zulässig, wenn im Gesellschaftsvertrag den Gesellschaftern die Abtretung von Teilen eines Geschäftsanteiles gestattet ist.* » Inoltre, l'originario § 79 (5) dichiarava nullo qualsiasi trasferimento di parte di una quota ad un non socio durante l'anno successivo all'iscrizione della società nel registro delle imprese.

⁴⁶ Il riferimento è alla "Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)" del 23.10.2008.

⁴⁷ Attualmente nell'atto costitutivo di una s.r.l. tedesca deve essere indicato il valore nominale della quota nonché il numero di partecipazioni assegnate a ciascun socio. In questo senso dispone espressamente il § 3 (1), *GmbH-Gesetz*. Inoltre, le quote dovranno essere numerate progressivamente, come si desume dal combinato disposti dei §§ 8 (1) e 40 (1), *GmbH-Gesetz*.

costitutiva della società⁴⁸. Il legislatore tedesco⁴⁹, in particolare, supportato dalle considerazioni della dottrina, ha reputato quale efficace ostacolo alla fungibilità delle partecipazioni sociali della s.r.l. la sola previsione della forma solenne per la negoziazione delle quote sociali. La dottrina, infatti, osserva come, nonostante l'eliminazione del principio di unicità della quota, l'infungibilità delle quote di s.r.l. sia ancora assicurata dalla necessità della certificazione notarile⁵⁰, la quale, per quanto oggetto di dibattiti recenti in merito all'opportunità del suo mantenimento⁵¹, risulta tutt'ora rappresentare, in Germania come in Austria, la necessaria contromisura alla libera circolazione delle partecipazioni sociali. A discapito delle testimonianze storiche legate all'ambiguità della legge in merito ai certificati emessi da una *GmbH*, non ne è stato tutt'ora precisato

⁴⁸ G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée, cit.*, 114 che sottolinea come la possibilità di acquisire una seconda quota in sede di aumento di capitale o in conseguenza di una vicenda dispositiva vanifica la previsione del § 5 (2). In *Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)*, 23 maggio 2007, 68 si specifica che «Das Verbot der Übernahme mehrerer Stammeinlagen bei Errichtung der Gesellschaft kann auch nicht mit einer Stärkung der personellen Beteiligung an der Gesellschaft begründet werden, wenn bereits kurze Zeit nach der Gründung ein Erwerb weiterer Geschäftsanteile bzw. eine Aufteilung von Anteilen zulässig ist».

⁴⁹ Per giustificare l'abrogazione del previgente § 5 (2) in merito al divieto di rilevare più quote in sede costitutiva, si legge in *Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)*, 23 maggio 2007, 67 «die Aufhebung des bisherigen § 5 Abs. 2 für die Geschäftsanteile der GmbH nicht annähernd eine zur Aktiengesellschaft vergleichbare Handelbarkeit entsteht. Das größte Hemmnis für eine freie Übertragbarkeit der Geschäftsanteile bei der GmbH stellt nach wie vor das Erfordernis der notariellen Beurkundung nach § 15 Abs. 3 dar. Die Entstehung eines Handels mit Geschäftsanteilen von GmbH wie bei Aktien kann daher ausgeschlossen werden.»

⁵⁰ Si veda la dottrina tedesca citata da P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 19 nt. 65 secondo la quale la riforma del 2008 non consente di effettuare un'equiparazione completa delle quote alle azioni, comportando esclusivamente una semplificazione della misurazione dei diritti attribuiti dalle partecipazioni senza incidere sulla fungibilità in senso finanziario. In questo senso V. RÖRMERMANN, *Der Entwurf des "MoMiG" – die deutsche Antwort auf die Limited*, in *GmbHHR*, 2006 676 il quale giudica l'abrogazione dell'unicità come una correzione marginale che non consente comunque di avvicinare le quote della *GmbH* alle azioni della AG.

⁵¹ In merito alla *querelle* inerente l'opportunità di mantenere in vigore il § 15 si rimanda a V. HAPP, *Deregulierung der GmbH im Wettbewerb der Rechtsformen, cit.*, 24 e ss. V. anche M. LUTTER, *Probleme der GmbH-Reform, Heft 25 der Schriftenreihe „Rechtsfragen der Handelsgesellschaften“*, 1970, S. 63, 84 che definisce la disposizione come una «*singulärer Fremdkörper im Bild unseres Korporationsrechts*».

a livello normativo il significato giuridico ma oggi la dottrina ne afferma pacificamente la funzione esclusivamente probatoria, ammettendone comunque l'emissione solo in caso di autorizzazione assembleare o statutaria⁵².

2.2.1 (segue) e nella legge francese

In Francia, l'esigenza di introdurre il tipo per quote fu avvertita relativamente tardi in ragione di una prassi propensa a soddisfare gli interessi delle piccole e medie imprese tramite un uso flessibile, anche promosso da una giurisprudenza piuttosto liberale, dello schema tipico della società anonima⁵³. Tuttavia, l'influenza del paradigma tedesco, rimasto in vigore nell'Alsazia e nella Lorena anche dopo l'annessione alla Francia, fu tale da indurre anche il legislatore francese a dare vita ad un apposito tipo sociale con una legge *ad hoc*, datata al 7 marzo 1925⁵⁴. L'opera

⁵² WELLER, REICHERT, § 14, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2022, Rn. 42, 43 e 44; MICHALSKI, HEIDINGER, LEIBLE, SCHMIDT, § 14 in A. HEIDINGER, S. LEIBLE, J. SCHMIDT (a cura di), *Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz)*, Bd. 1, 4. Aufl., Monaco C.H. Beck, 2023, Rn. 37-38; U. NOACK, W. SERVATIUS, U. HAAS, § 14 in U. NOACK, W. SERVATIUS, U. HAAS (a cura di), *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, Bd. 20, München, C.H. Beck, 2022, Rn. 8-9-10

⁵³ G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., riferisce della diffusione, prima dell'entrata in vigore della legge del 1920, di molteplici società per azioni costituite dal numero minimo di sette soci che, lungi dal disporre di grandi capitali, nella maggior parte dei casi erano piccole e medie imprese, le quali per preservare l'affare comune da terzi estranei ed indesiderati vietavano statutariamente il libero trasferimento delle partecipazioni azionarie. Così, dietro la tipica società per azioni, si rinvenivano società diverse che accettavano di aprire le proprie porte a pochi eletti ed in cui l'*intuitus personae* era preponderante. La situazione risultava, dunque, essere del tutto analoga a quella inglese prima del *Companies (Consolidation) Act* del 1907, anche considerando che la giurisprudenza francese considerava valide le menzionate clausole.

⁵⁴ A titolo di completezza, si sottolinea il termine *société à responsabilité limitée* risale al 1863 e fu utilizzato per denominare le società anonime che, se formate da meno di sette membri e con un capitale non superiore ad una certa soglia, potevano costituirsi senza autorizzazione governativa. La distinzione venne comunque meno quando fu abolita per tutte le società per azioni la necessità della preventiva autorizzazione, ossia pochi anni dopo, nel 1867. Al riguardo, v. O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, cit., 520 e G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 12, il quale nega che essa rappresenti un antecedente

legislativa si qualifica, ad ogni modo, per la sua innovatività, discostandosi non di poco dalle soluzioni tedesca ed austriaca ed occupando un posto non trascurabile tra gli ordinamenti ispiratori di successive legislazioni. Ai nostri fini, occorre rilevare come il tipo francese presenti un carattere marcatamente personalistico⁵⁵, rappresentando le limitazioni alla circolazione delle partecipazioni sociali non un'eccezione, come nelle leggi di matrice tedesca, ma la regola. Infatti, l'intimità della società è garantita dal necessario preventivo consenso dei soci che rappresentano una maggioranza qualificata per la cessione della partecipazione a terzi estranei (art. 22)⁵⁶, fermo restando che per il trasferimento non è in ogni caso necessario il ricorso alla forma pubblica⁵⁷. Il legislatore, dunque,

della successiva *société a responsabilité limitée*; della stessa opinione anche M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'ottocento al codice della crisi d'impresa*, cit., 647.

⁵⁵ Sottolinea il carattere personalistico della *société a responsabilité limitée*, G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 14; O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, cit., 542. In generale sulla natura della società a responsabilità limitata francese v. anche L. MOSSA, *Société a responsabilité limitée*, cit., 62 e ss. e G. RIPERT, *Traité élémentaire de droit commercial*, Parigi, 1959, 398 che classifica la s.r.l. nelle c.d. *société di interesse*, che l'a. sottolinea essere diverse dalle società per azioni per l'intrasferibilità, assicurata in linea di massima in questa società, delle partecipazioni sociali e per il maggior rilievo personalistico. Sebbene generalmente società di interesse sia sinonimo di società di persone, l'a. sottolinea anche la distanza tracciata dalla legge tra queste società e quelle di persone per la previsione del fondamentale principio della maggioranza per l'assunzione delle decisioni sociali, tra le quali si ricorda il trasferimento delle partecipazioni e le modificazioni dello statuto.

⁵⁶ Ai sensi dell'art. 22 «*Les parts sociales ne peuvent être cédées à des tiers étrangers à la société qu'avec le consentement de la majorité des associés représentant au moins les trois quarts du capital social.*» G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 390 e G. RIPERT, *Traité élémentaire de droit commercial*, cit., 415 sottolineano come la disposizione sia imperativa sicché essa non può essere statutariamente derogata dai soci. In particolare, Ripert, richiamando anche giurisprudenza unanime, osserva come i soci siano liberi di rendere più complessa la cessione delle parti sociali senza a contrario poter acconsentire preventivamente alla stessa con la previsione di una clausola statutaria di libera cessione delle partecipazioni.

⁵⁷ Ai sensi dell'art. 23 «*Les cessions de parts sociales doivent être constatées par un acte notarié ou sous seing privé. Elles ne sont opposables à la société et aux tiers qu'après qu'elles ont été signifiées à la société ou acceptées par elle dans un acte notarié, conformément à l'article 1690 du Code civil.*» G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, cit., 383 specifica che l'esigenza della forma scritta non impone l'adozione di quella notarile ma resta fermo il rispetto di quest'ultima forma per l'accettazione della cessione da parte della società ai fini della sua opponibilità.

sacrifica l'elemento capitalistico della libera circolazione delle parti sociali a vantaggio di una maggiore riservatezza dell'iniziativa comune e coerentemente impedisce la rappresentazione delle partecipazioni in titoli negoziabili, all'ordine, al portatore o nominativi⁵⁸. La chiusura della società non è, invece, assicurata sul piano della struttura delle partecipazioni venendo adottato il modello delle pluralità di parti che, al pari di quelle del tipo capitalistico maggiore, rappresentano delle partecipazioni tipo, di uguale valore nominale ed indivisibili, sebbene non si tratti propriamente di *actions*⁵⁹.

2.3. I risultati dell'analisi comparatistica

L'esperienza storica degli ordinamenti stranieri che hanno maggiormente influenzato l'evoluzione della s.r.l. nostrana, dunque, ci consegna un panorama abbastanza omogeneo in punto di obiettivi di

⁵⁸ Ai sensi dell'art. 21 «*Les parts sociales ne peuvent être représentées par des titres négociables, nominatifs, au porteur ou à ordre, elles ne peuvent être cédées que conformément aux dispositions des articles ci-après.*» La corrispondente previsione attuale è l'art. L223-12 che dispone «*Les parts sociales ne peuvent être représentées par des titres négociables. Toute émission réalisée en méconnaissance de cette règle est sanctionnée dans les conditions prévues au premier alinéa de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier.*»

⁵⁹ Il legislatore non utilizza il termine *action* ma quello di *part social*, stante le restrizioni alla loro circolazione. Ad ogni modo, al pari delle *actions* le *parts socialis* hanno identico valore nominale e sono indivisibili, come precisa P. BAUDOUIN-BUGNET, *La société a responsabilité limitée en droit français et en droit germanique, Textes législatifs et commentaires bilingues*, Parigi, Baden-Baden, 1951, 60.

Originariamente, la legge non imponeva l'uguaglianza del valore nominale, ispirandosi, come spiega G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée, cit.*, 299, all'ordinamento tedesco e in particolare al § 5. L'originario art. 6 disponeva «*Le capital social se divise en parts de 100 francs ou de multiples de 100 francs*», disposizione quest'ultima criticata poiché rispetto alla bozza progettuale era stato ridotto il valore minimo della partecipazione a discapito dell'interesse, sotteso alla creazione della s.a.r.l., alla sua chiusura. In particolare, G. DROUTES, *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée, cit.*, 298 critica questa modifica ritenendo che tanto più è basso il valore delle partecipazioni, tanto più è facile il loro trasferimento e tanto maggiore è il rischio che vengano vendute al pubblico. Con la legge del 14 giugno del 1938 la disposizione è stata modificata nei seguenti termini «*le capital social doit être de 50.000 francs au moins. Il ne peut être réduit au-dessous de ce chiffre. Il se divise en parts sociales d'une valeur nominale égale, laquelle ne peut inférieure à 100 frs.*» Con il decreto del 1956 l'ammontare minimo della partecipazione sociale è stato innalzato a 5000 franchi, mantenendo invariata la regola dell'uguaglianza del valore nominale. Oggi l'art. L223-2 del Code du commerce francese dispone che «*Le montant du capital de la société est fixé par les statuts. Il est divisé en parts sociales égales*».

politica legislativa, sebbene perseguiti in concreto con modalità diverse, sintetizzabili nel fine unico della restrizione al commercio delle partecipazioni della società a responsabilità limitata, sia se conosciuta come tipo distinto dalla società per azioni, che come sua sotto-articolazione. Il rischio dell'apertura al pubblico di una società a struttura organizzativa semplificata e priva di adeguati strumenti di tutela per il risparmio anonimo è tanto elevato da indurre i legislatori ad intervenire anche con misure cautelari plurime al fine di preservare il carattere personale della società⁶⁰. In questi termini si spiega il divieto inglese di sollecitazione del pubblico, accompagnato dai limiti statutari alla circolazione delle *shares*, così come la principale previsione della forma notarile, affiancata dai modelli della quota unica iniziale e permanente e dal divieto di emissione di titoli di credito. In questo contesto il principio di unicità ha sicuramente assunto un rilievo minore, fungendo da misura impeditiva solo indiretta e di supporto alle ulteriori e più efficaci previsioni, come gli sviluppi relativamente recenti dell'ordinamento ideatore della sua venuta ad esistenza e il raffronto con gli ordinamenti di matrice non germanica dimostrano. L'indagine comparatistica disvela, dunque, una strutturale inconciliabilità della società a responsabilità limitata con l'apertura al pubblico, senza che l'esigenza di un suo allontanamento dal mercato sia necessariamente assicurata abbattendo, sotto il profilo della partecipazione sociale, ogni parallelismo con il tipo capitalistico maggiore. Quando anche sia questa la strada seguita dalle legislazioni germaniche, l'ordinamento societario inglese e quello francese si muovono, sotto questo profilo, in una diversa direzione. Essi preservano la chiusura della *private company* e della *société à responsabilité limitée* riducendo le possibilità di smobilizzo delle loro partecipazioni tramite la previsione di limiti alla circolazione automatici o statutari, senza al contempo vietare alle stesse l'assunzione di una conformazione azionaria.

3. La quota sociale nel Codice di commercio del 1882 e nel Codice civile

3.1. L'esperienza italiana dell'anonima per quote

È nell'anonima per quote, risalente al Codice di commercio del 1882, che tradizionalmente si rinviene l'antecedente storico della società a

⁶⁰ Il rilievo è di V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, cit., 27 e ss.

responsabilità limitata italiana⁶¹. L'entrata in vigore del nuovo Codice segnò l'introduzione, su ispirazione del modello inglese della *company limited by guarantee*⁶², di una variante di società di capitali, l'anonima per quote, strutturata come sub-articolazione della società anonima e caratterizzata dalla suddivisione del capitale sociale in quote (art. 76, n. 3)⁶³. Diversamente dal pensiero dottrinale contemporaneo, quello dell'epoca individuava come tratto essenziale della società anonima la responsabilità limitata dei soci, senza che la suddivisione del capitale sociale in quote fosse idonea ad impedire la riconduzione della nuova

⁶¹ A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, cit., 82, nt. 1, dove afferma, in risposta all'opinione di CHAPSAL, *Les sociétés à responsabilité limitée*, Parigi, 1925, secondo il quale l'anonima per quote rappresentava una forma di società a responsabilità limitata che essa «può avvicinarsi alle società a garanzia limitata; si può, anche tenendo conto dell'intenzione dei compilatori del Codice di Commercio vigente, considerare come un precedente legislativo della società a garanzia limitata, ma non crediamo si possa senz'altro ritenere una forma di società a garanzia limitata; essa se ne stacca perché le mancano tutte quelle caratteristiche che rendono la società a garanzia limitata, non una sottospecie dell'anonima, ma una nuova forma di società»; M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'ottocento al codice della crisi d'impresa*, cit., 649; O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, cit., 524; G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 22.

⁶² Dai lavori preparatori del codice di commercio del 1882 si evince che il legislatore italiano nell'introdurre l'anonima per quote si ispirò alla legge inglese, come sottolinea molto chiaramente O. CAGNASSO, *op. ult. cit.*, 524 e ss. il quale, nell'illustrare le prospettive di riforma promosse in seno al Codice del '82 rivolte al superamento della tripartizione tradizionale delle società di commercio, sottolinea come le proposte volte a prevedere una società anonima che permettesse di dare risalto anche alle persone dei soci, adattandosi quindi alle esigenze delle società di capitali di minori dimensioni, assunsero come modello la disciplina inglese e la sua *limited company*, ove il capitale non era necessariamente diviso in azioni. In particolare, l'a. sottolinea come la proposta del Mancini di prevedere una forma sociale, ove la responsabilità dei soci fosse limitata nonostante la spendita del proprio nome nella ragione sociale non trovò accoglimento, stante la convinzione secondo cui il principio della responsabilità limitata poteva soffrire eccezione solo nella società anonima e la considerazione del rischio per i terzi, là dove la spendita del nome non fosse accompagnata dalla responsabilità illimitata dei soci (come si evince dalla *Memoria del Ministro di Agricoltura, Industria e Commercio Finali del 25 ottobre 1874* in A. MARGHERI, *I motivi del nuovo codice di commercio italiano*, vol. IV, Napoli, 1885, 8 e ss.).

⁶³ L'art. 76 disponeva nello specifico «le società commerciali hanno per oggetto uno o più atti di commercio, e si distinguono nelle specie seguenti: 3. La società anonima, nella quale le obbligazioni sono garantite limitatamente ad un determinato capitale, e ciascun socio non è obbligato che per la sua quota o per la sua azione».

forma sociale all'unico tipo di società di capitali⁶⁴. Anzi, il carattere differenziale di questa forma sociale - l'emissione di quote - non segnò alcuna diversità di disciplina, essendo, da questo punto di vista e diversamente dall'ordinamento inglese che l'ha ispirata, l'anonima per quote completamente appiattita sulla società anonima per azioni. È in ragione di ciò, oltre che della sua scarsa diffusione pratica⁶⁵, che probabilmente questo esperimento fu talmente fallimentare da indurre taluno a definirlo come «un ramo secco del Codice»⁶⁶.

⁶⁴ Si evince chiaramente dalla *Relazione Mancini*, in A. MARGHERI, *I motivi del nuovo codice di commercio italiano*, cit., 141 e ss. che nel commentare la definizione di società anonima promossa dall'Ufficio senatorio sottolinea come in essa si vollero cancellare tutti gli elementi accidentali, mantenendo solo il carattere essenziale della responsabilità di tutti i soci limitata ad una somma determinata. Il Mancini riporta le parole dell'Ufficio senatorio che qui parimenti si evidenziano «l'essenza della Società anonima non consiste nella divisione del suo capitale in azioni ma bensì nella limitazione degli obblighi della Società ad un determinato capitale, e degli obblighi de' soci ad una determinata quota, o sia pure azione, con cui vi abbiano contribuito». In questi termini si pronuncia anche il senatore Lampertico nella Tornata del 29 aprile 1875, Presidenza del Vice-presidente Serra F.M., 1875, Sessione 1874-1875, in *Atti parlamentari, Senato del Regno*, LIII, 1369 ss. che, in risposta alle osservazioni critiche inerenti l'introduzione del concetto di quota avanzate dal Ministero d'agricoltura, industria e commercio, afferma, riferendosi alla divisione del capitale in quote, oltre che in azioni, «quella aggiunta si è introdotta perché avendo noi stabilito la definizione delle varie specie di società secondo la diversa responsabilità che ne consegue, si volle eliminare tutti quei caratteri di secondo ordine che possono turbare in qualche modo il criterio fondamentale... La divisione del capitale in azioni è una comodità, ma non è caratteristica delle società anonime, perché intanto è comune anche alle accomandite per azioni, e perfino a società civili.»

⁶⁵ A. ASQUINI, *Relazione al progetto preliminare per il nuovo codice di commercio* in *Scritti giuridici*, II, Padova, 1939, 231 ricordando che «in un quarantennio di vita dal codice di commercio la pratica non (aveva) dato se non qualche caso sporadico e irrilevante di tale forma di società». Si veda anche U. MANARA, *Trattato delle società e delle associazioni commerciali. Trattato teorico-pratico. Definizione e requisiti essenziali del contratto di società commerciale, diverse specie di società commerciali*, Vol. I, Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1902, 546, nt. 1, ove cita solo otto società per quote i cui statuti sono stati pubblicati sul Bollettino ufficiale delle società per azioni tra il 1891 e il 1897.

⁶⁶ L. MOSSA, *Società a responsabilità limitata*, cit., 71; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, Giappichelli, 2007, 261 attribuisce all'impossibilità di avvalersi di regole diverse a fronte dell'adozione della forma dell'anonima per quote il suo insuccesso pratico. U. NAVARRINI, *Sulle società a responsabilità limitata*, in *Studi di diritto romano, di diritto moderno e di storia del diritto*, pubblicati in onore di Vittorio Scialoja nel XXV anniversario del suo insegnamento, II, Milano, Ulrico Hoepli, 1905, secondo il quale «la società anonima per quote, che costituì poco più che una *variazione*

Nonostante lo scarso rilievo pratico nonché giuridico della suddivisione del capitale sociale in quote o in azioni, questo elemento ha stimolato un intenso dibattito funzionale ad esplicitare una scelta normativa di per sé silente e la cui disamina è fuori discussione in uno studio sulla partecipazione sociale della s.r.l., stante la sua influenza sulla delineazione dei tratti caratteristici della stessa e sulla successiva legislazione della s.r.l.⁶⁷. Escludendo che la parola quota in contrapposizione ad azione fosse un inutile pleonasma, la dottrina elaborò criteri distintivi diversi, tutti accomunati da una visione in chiave personalistica della partecipazione sociale nell'anonima per quote⁶⁸. Fu così individuato il tratto caratteristico della quota sociale nella sua normale ma non necessaria trasferibilità che la rese quindi «vincolata nei rapporti

nella definizione dell'anonima, non riuscì nemmeno lontanamente a soddisfare ai bisogni a cui tendono le società a responsabilità limitata del tipo inglese e tedesco».

⁶⁷ Da questo punto di vista è significativo rilevare che alcuni dei tratti distintivi tra quota e azione delineati dalla dottrina in seno al Codice del 1882 sono gli stessi che molti ad oggi ritengono distinguere la partecipazione sociale nella s.p.a. e nella s.r.l.

⁶⁸ Dai lavori preparatori risultò l'intento di introdurre una forma sociale che permettesse di dare risalto alle attitudini personali dei soci, avendo riguardo alle proposte avanzate in relazione all'anonima per quote e alle legislazioni straniere assunte come punto di riferimento. Al riguardo, infatti, si citano gli Atti della Commissione, verbale XXII (n. 86), riportati da G. ERRERA, *Della società anonima a quote secondo l'art. 76 del nuovo codice del commercio*, in *Temi veneta*, 1883, 30, ove espressamente si legge « Si passa alla votazione della proposta del comm. Mancini discussa nella seconda tornata di ieri, tendente a stabilire che o con nuove forme di società, o con modificazioni alle forme esistenti, sia accordata la facoltà di contrarre società di due o più soci con responsabilità limitata, sia quanto alla somma, sia quanto alle quote, sebbene i soci spendano il loro nome coll'espressa indicazione della limitata responsabilità, e salvo di stabilire tutte le garanzie di pubblicità ed altre che saranno riputate opportune. La maggioranza della Commissione respinge la proposta». Ciò influenzò, senz'altro, le elaborazioni dottrinali inerenti la distinzione tra quote e azioni, ammesso che, quand'anche l'inserimento del nome dei soci nella ragione sociale non fu accolto, risultò evidente che la divisione del capitale in quote rispondeva all'intento legislativo di unire al beneficio della responsabilità limitata la considerazione delle qualità dei soci e la loro più diretta partecipazione in società. Per una conferma della presente affermazione si rinvia a U. MANARA, *Trattato delle società e delle associazioni commerciali. Trattato teorico-pratico. Definizione e requisiti essenziali del contratto di società commerciale, diverse specie di società commerciali*, cit., 506 e ss. e alle argomentazioni da lui addotte a sostegno della distinzione fornita tra anonima per azioni e anonima per quote.

colla società alla persona dei singoli soci»⁶⁹, o ancora nella disuguaglianza del valore nominale della partecipazione⁷⁰, tale da giustificare

⁶⁹ La citazione è di G. ERRERA, *Della società anonima a quote secondo l'art. 76 del nuovo codice del commercio*, cit., 30 e ss. il quale, a sostegno della tesi secondo cui le quote sarebbero *presunte dalla legge intrasferibili*, richiama le parole del commissario Lampertico in Senato il 29 aprile 1875 da cui l'a. citato desume che la distinzione tra quota e azione attenesse proprio alla intrasferibilità delle singole partecipazioni e che qui di seguito si portano «Vuolsi dire che la trasferibilità dell'azione si è la principale ragione delle particolari cautele per le società anonime? Poco male, se queste cautele stanno anche quando quel tanto, per cui ci siamo obbligati, non si immedesima in un'azione». Egli andò poi oltre arrivando a sostenere l'ammissibilità di una società con quote intrasferibili, amministrata collettivamente da tutti i soci. Sostenitore di una tesi analoga fu U. MANARA, *op. ult. cit.*, 536 e ss. il quale ritiene che «quando la porzione che il socio ha nelle società è considerata dai soci come *normalmente cedibile o trasmissibile con effetto verso la società*, questa porzione costituisce un'azione... quando, invece, la porzione che il socio ha nella società è considerata dai soci come assolutamente intrasmissibile con effetto verso la società, ma solo in via eccezionale, e in casi determinati o a condizioni determinate, questa porzione costituisce una quota.»

⁷⁰ C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, II, *Le società commerciali*, Vallardi, Milano, 1923, 195 il quale nell'interpretare l'art. 164 cod. comm. adduce come argomento a sostegno della necessaria uguaglianza del valore nominale delle azioni, oltre all'utilizzo del verbo *devono* di cui alla disposizione, anche quello dell'esigenza di differenziare le quote dalle azioni, arrivando così ad affermare che le quote, a differenza delle azioni, possono essere di diverso valore nominale. Ad ogni modo, occorre rilevare che l'art. 164, il quale disponeva «le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali», ha dato luogo ad interpretazioni discordanti in merito alla necessaria uguaglianza o meno del valore nominale giacché, secondo plurimi autori, la norma avrebbe consentito allo statuto di derogare, oltre alla regola dell'uguaglianza dei diritti, anche a quella dell'uguaglianza del valore nominale delle azioni. Si veda V. SCIALOJA, *Se le azioni delle società anonime possano essere di vario valore nominale*, in *Foro italiano*, 1907, 919 e ss. secondo il quale l'art. 164 permetterebbe di derogare, oltre alla regola dell'uguaglianza dei diritti con volontà unanime dei soci espressa nell'iniziale contratto sociale, anche a quella dell'uguaglianza del valore nominale, così argomentando: la regola dell'uguaglianza del valore nominale non è che una conseguenza di quella inerente l'uguaglianza dei diritti e delle necessità di assicurare la parità di trattamento agli azionisti. Là dove detta parità di trattamento ai soci sia ugualmente garantita, l'a. ritiene ammissibile emettere azioni con valore nominale diverso rispetto a quelle di prima emissione purché, per l'appunto, attributive dei medesimi diritti, anche in assenza di una clausola permissiva nell'atto costitutivo. Egli, inoltre, individua in ciò una pratica alternativa all'emissione di azioni con sovrapprezzo e maggiormente conveniente per la società poiché, trattandosi senz'altro di apporti imputati a capitale, essi saranno esenti, diversamente dal sovrapprezzo, da tassazioni. Sulla diversità di valore delle azioni, in passato lo

l'impossibilità della «formazione di un listino, e quindi di un prezzo unico, corrente, delle quote di una società anonima»⁷¹ e la previsione legislativa della quotazione in borsa delle sole azioni; oppure, nell'impossibilità di essere rappresentata da titoli di credito e di avere, dunque, il carattere della *negoziabilità* proprio delle azioni⁷². Oltre a contribuire all'emersione dei

stesso C. VIVANTE, in *Trattato di diritto commerciale*², II, *Le società commerciali*, Vallardi, Milano, 1903, 190 differenziava sempre le quote dalle azioni in ragione dello stesso criterio inerente al valore nominale ma sosteneva che la regola di cui all'art. 164 non era assoluta, potendo avere le azioni un diverso valore nominale e, dunque, attribuire diritti diversi.

Alla luce di quanto premesso in merito all'uguaglianza del valore nominale, secondo una parte della dottrina la distinzione tra quota e azione così come annunciata non poteva sostenersi, considerando che le azioni potevano avere valore nominale diverso, così come le quote avere identico valore nominale. Così U. MANARA, *op. ult. cit.*, 527; A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata, cit.*, 84 e ss; F. CARNELUTTI, *Sulla distinzione tra quota e azione delle società commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, 320 e ss. Secondo altra dottrina, la legge, proprio con l'introduzione dell'anonima per quote e l'implicita previsione della diversità di valore nominale delle stesse, avrebbe corroborato la tesi secondo cui le azioni possono essere di diverso valore nominale. In questo senso, V. SCIALOJA, *op. ult. cit.*, osserva come la regola della necessaria uguaglianza del valore nominale delle azioni sia smentita proprio dallo stesso legislatore con l'introduzione dell'anonima per quote in cui il capitale è diviso in «parti normalmente di vario ammontare».

Quanto ai lavori preparatori del codice di commercio, la *Relazione Mancini*, A. MARGHERI, *I motivi del nuovo codice di commercio italiano, cit.*, 148, come sottolinea U. MANARA, *op. ult. cit.*, 545, sembrerebbe supportare il criterio distintivo fondato sul valore nominale là dove si afferma, non senza contraddizioni, quanto segue « le azioni sono ordinariamente di eguale valore, perché ciò riesce più comodo, e perché l'uguaglianza del loro valore non impedisce che taluno prenda nella Società un interesse maggiore o minore coll'acquisto di più azioni o con frazionamento di esse. Ma anche l'uguaglianza delle azioni non appartiene all'essenza della Società anonima e, quindi la dottrina ritiene che le azioni possono crearsi disuguali, dovunque la legge non stabilisce il contrario (...). E specialmente allorché le varie partecipazioni non siano di valore eguale, e il valore di esse non sia divisibile per un denominatore comune, la denominazione di *azioni*, nel senso a questa parola comunemente attribuito, sarebbe inesatta.»

⁷¹ La citazione è ripresa da C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciali*⁵, *cit.*, 195.

⁷² A. SFRAFFA, *La tassa di circolazione sulle carature delle accomandite semplici*, in *Riv. dir. comm.*, 1912, 68 e ss.; F. CARNELUTTI, *Sulla distinzione tra quota e azione delle società commerciali, cit.*, 320 ss. i quali, sebbene avendo riguardo alla distinzione tra partecipazioni delle società di capitali e di persone, distinguono le une dalle altre in ragione dell'incorporazione del diritto di partecipazione del socio in un titolo di credito o almeno nell'idoneità a tale incorporazione, ammessa per le sole azioni. La quota

caratteri che ad oggi sono reputati fondamentali nella descrizione della partecipazione nella s.r.l. e che, in quanto tali, sono consacrati nel diritto positivo, questa embrionale forma di società a responsabilità limitata è rilevante anche per altre ragioni. All'insuccesso dell'anonima per quote rimediarono le stesse anonime per azioni che conobbero l'innaturale variante di «piccole anonime»⁷³ o di «anonime di famiglia»⁷⁴, caratterizzate

sarebbe dunque caratterizzata negativamente come forma di partecipazione non suscettibile di incorporazione in un documento. In particolare, Carnelutti afferma «Se pertanto la legge parla delle azioni come di titoli di credito, e se nessuna norma di questo genere vi ha per le quote, par necessario concludere che la differenza fra azione e quote stia in ciò: che nelle azioni e non nelle quote il diritto del socio nella società (diritto di quota in senso ampio) è consegnato a un titolo di credito o incorporato in questo. La obiezione che vi passano essere società per azioni, le quali non hanno emesso i titoli, francamente, non ha serietà. Se non li hanno emessi, possono emetterli; c questo basta». Negli stessi termini anche N. GASPERONI, *Le azioni di società*, Cedam, Padova, 1942, 10 e ss. V. anche Corte di cassazione, 18 dicembre 1893 in *Foro italiano*, 1894, I, 73 che in merito alla tassa di negoziazione o circolazione in applicazione dell'art. 68 della legge 13 settembre 1874 ha dichiarato che «la tassa di circolazione, senza i titoli che rappresentino le azioni e la loro negoziabilità, non è concepibile», ritenendo conseguentemente non soggetta a detta tassa la società il cui capitale è costituito da tante quote uguali non rappresentate in titoli.

⁷³ T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, cit., 452 il quale fa riferimento al fenomeno delle piccole anonime descritte come società con pochi soci (da 3 a 10) e capitali, caratterizzate da tortuose clausole limitative del trasferimento delle azioni tramite, alternativamente, la previsione del consenso al trasferimento da parte degli amministratori, del consenso unanime dei soci o più raramente di un diritto di prelazione a favore dei soci. L'a. riferisce che dette anonime a carattere personale erano impiegate da piccole imprese specializzate in prodotti chimici e farmaceutici, nel campo tipografico ed editoriale, in quello di spettacoli pubblici o dei trasporti o edile. V. anche A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, cit., 87 e ss. In relazione a società di questo tipo, si veda Tribunale di Savona, 11 ottobre 1919, in *Riv. dir. comm.*, 1922, 381 e ss. che ritiene insufficiente per la legale costituzione di una società anonima la partecipazione di tre soli azionisti, i quali si distribuiscono reciprocamente, all'atto della costituzione, le cariche sociali e nominano i sindaci.

⁷⁴ E. SOPRANO, *La società a responsabilità limitata nel secondo progetto di riforma del Codice di commercio italiano*, in *Rivista di politica economica*, 1928, IX, X; Id., *Il libro del lavoro del nuovo Codice civile (lineamenti e motivi)*, Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1942, 228. Anche nella *Relazione sul progetto di cod. di comm. della Commissione reale per la riforma dei codici*. Sottocommissione B, vol. II, Roma, Provveditorato generale dello Stato, 1925, 63 e ss. si legge, con riferimento alle società anonime, che «un notevole numero di tali società corrispondono a imprese di proporzioni modeste e di stretto carattere familiare, se non addirittura personale, le quali hanno dovuto assumere le forme delle società per azioni, perché la nostra legislazione non offre altra via per

da capitali ridotti e pochissimi soci, anche amministratori della società, e a cui si tentò di imprimere carattere personale tramite clausole statutarie, di dubbia legittimità, che rendevano gli amministratori difficilmente amovibili e limitavano la trasmissione delle partecipazioni azionarie. In quest'ottica può probabilmente giustificarsi la facoltà concessa alle società per azioni di omettere l'emissione dei titoli azionari, prevista nell'art. 173 del Progetto D'Amelio ma in realtà già introdotta nel nostro ordinamento con l'art. 8 R.D. del 7 giugno 1923, n. 1364⁷⁵; può altresì ritenersi che l'espressione «esigenza speciale di alcune industrie»⁷⁶, di cui alla Relazione all'anzidetto Progetto, fosse riferibile a quelle imprese che, al fine di godere del beneficio della responsabilità limitata, avessero dovuto ricorrere all'anonima per azioni, quand'anche l'attività imprenditoriale svolta non necessitasse di un'ampia diffusione delle partecipazioni sociali⁷⁷. Risulta plausibile ritenere, dunque, che la possibilità, anche attuale, per la società per azioni di non emettere titoli rappresentativi delle proprie azioni non

assicurare ai soci la limitazione di responsabilità. Si tratta di società con le azioni nominative, a trasferibilità limitata, con simulacri di assemblee, di consigli di amministrazione, di collegi sindacali, ripartiti tra due o tre persone; si tratta di società che spendono una buona parte della loro attività a trovare il modo per eludere elegantemente i precetti legislativi sul funzionamento delle società per azioni, superflui e ingombranti per un'impresa di proporzioni modeste.»

⁷⁵ Ricordiamo, inoltre, che la disposizione è poi confluita nell'art. 5, R.D. n. 239/1942.

⁷⁶ La *Relazione sul progetto di cod. di comm. della Commissione reale per la riforma dei codici*, cit., 73, specificamente giustifica l'anzidetta facoltà nei seguenti termini «non potevano però essere dimenticate le esigenze speciali di molte industrie, le quali non desiderano che le proprie azioni circolino troppo rapidamente, ma vogliono invece poter contare su gruppi di azionisti conosciuti e fedeli. Per queste ragioni si è riconosciuto alla società la facoltà di deliberare che non si distribuiscano ai soci i titoli delle azioni». Detta giustificazione è criticata da N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., 263 secondo il quale l'interesse garantito dall'introduzione della norma non poteva corrispondere a quanto dichiarato, considerando che «la mancata emissione dei titoli non poteva avere l'effetto di chiudere la società ai terzi- come poi avrebbe consentito l'introduzione della s.r.l.- ma soltanto quello di condizionare in certo modo la circolazione delle partecipazioni».

⁷⁷ In questo senso T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, cit., 451 il quale afferma «la fortunata espansione, e in parte anche i difetti delle anonime, che sono state adottate anche in moltissimi casi per cui erano inadatte, deve appunto anche ricondursi alla circostanza che esse sole godevano dei propri soci di una responsabilità limitata».

emerse tanto per soddisfare i bisogni propri di questo tipo sociale⁷⁸, quanto piuttosto per sopperire alle carenze dello sfortunato esperimento legislativo dell'anonima per quote⁷⁹.

3.2 La disciplina della partecipazione sociale nei primi progetti legislativi e nel Codice civile

L'istituto dell'anonima per quote e il suo insuccesso testimoniano come già all'epoca il nostro ordinamento societario non fornisse risposta adeguata a tutte le esigenze della pratica economica, in particolare a quelle delle piccole e medie imprese. Il problema diventò incalzante con le ripartizioni territoriali del dopoguerra e, in particolare, con l'annessione all'Italia delle province di Venezia Giulia e Tridentina e il mantenimento in vigore in quei territori della legge austriaca del 6 marzo 1906 sulle *GmbH*, ivi molto diffuse⁸⁰. Rivelò altresì l'esigenza di restituire la società

⁷⁸ Con ciò non si vuole mettere in dubbio l'utilità dell'anzidetta previsione, ampiamente riferita da N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., 323 e ss. ma sottolineare come, con riguardo alla sua introduzione, essa non emerse per soddisfare esigenze proprie della società per azioni.

⁷⁹ La dottrina dell'epoca, invece, per giustificare detta previsione osserva come essa fosse stata prevista per «tenere presente una situazione transeunte». In questo senso N. GASPERONI, *Le azioni di società*, cit., 55 ma anche A. DE MARTINI, *Voce Azioni e obbligazioni*, in *Enciclopedia della banca e della borsa*, vol. IV, Roma, 1968, 12 e ss. il quale, commentando l'art. 5 del R.D. 29 marzo 1942 n. 239, osserva che l'eventualità di esercizio di questa facoltà si presenta come una eventualità del tutto anomala e contingente. Parimenti, A. BRUNETTI, *Lezioni sulle società commerciali*, Padova, Cedam, 1936, 108. Quanto alla dottrina di oggi, v. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., 262 secondo il quale, invece, «constatato che la stessa anonima per quote non rivestiva in concreto la funzione che originariamente le sarebbe stata assegnata (...) non era fuor luogo ritenere che il legislatore, consentendo di omettere l'emissione dei certificati azionari, volesse permettere alle stesse anonime «per azioni» di supplire alla funzione cui le anonime per quote erano mancate, evitando l'adempimento di quell'atto tipicamente loro strutturale, l'emissione dei titoli azionari, preordinato a favorire la circolazione delle partecipazioni».

⁸⁰ Come è specificato nella *Relazione del Guardasigilli al progetto ministeriale del Codice di Commercio*, Roma, 1940, al n. 1004 «Nel decennio 1931-1940 si sono costituite nel distretto della Corte d'appello della Venezia giulia 382 società a garanzia limitata, nella circoscrizione della Corte d'appello di Trento 253, in quella della sezione di Fiume 23». Nella *Relazione sul progetto di cod. di comm. della Commissione reale per la riforma dei codici*, cit., 64, si dà anche conto della prassi diffusa in quegli anni in Italia, ove diverse imprese

anonima alle sue originarie funzioni, stroncando quella incontrollata libertà d'uso che durante la vigenza del Codice di commercio del 1882 della stessa ne era stata fatta⁸¹.

Nel movimento legislativo che abbracciò l'intera materia commercialistica a partire dal 1922, il problema della società a responsabilità limitata fu concretamente affrontato dai compilatori dei successivi progetti di riforma del Codice di commercio e poi da quelli del Codice civile, i quali elaborarono, non senza riserve⁸², un'apposita normativa che rese la s.r.l. un tipo sociale a sé stante.

del Regno si costituirono in quelle province, quand'anche esercenti la propria attività altrove, pur di usufruire della forma sociale austriaca.

⁸¹ Così L. MOSSA, *Società a responsabilità limitata*, cit., 71 che afferma «l'aspirazione alla costituzione della s.r.l. non era, tuttavia, reale e tale divenne solamente quando si affacciarono i momenti decisivi per la società anonima che venne a mutarsi in società per azioni e finì di essere una creatura libera, tanto libera da essere addirittura libertina. Ne venne, ad un dato momento, la necessità di disciplinare la società anonima, e cioè di dotarla di un capitale serio.» Parimenti, T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, cit., 432 secondo il quale l'opzione per la creazione di una nuova forma sociale sarebbe stata suggerita dall'«annessione delle nuove province dove le G. m. b. H., austriache sono particolarmente numerose, dall'altro la tendenza legislativa ad assoggettare le anonime ad una disciplina più rigorosa, col che la loro struttura verrebbe a rendersi ancor meno adatta alle medie imprese, il cui bisogno di una propria forma di società diverrebbe tanto più urgente.»

⁸² L'introduzione della s.r.l. come tipo sociale distinto dalla s.p.a. avvenne non senza polemiche. Plurime ed autorevoli voci, infatti, sostenevano l'esigenza di assecondare gli interessi delle imprese di modeste dimensioni, per le quali lo schema della società di capitali maggiore risultava troppo rigido, modificando la disciplina della già esistente anonima per quote. Si v. la relazione di A. SCIALOJA, *Sull'ammissibilità di nuove forme di società a responsabilità limitata* in *Atti del primo congresso nazionale delle società anonime*, Torino, 11, 12 e 13 giugno 1911, Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1912, 212 il quale, facendo anche riferimento agli insuccessi della vicina GmbH tedesca e alle spinte riformatrici che essa aveva generato, non riteneva opportuno introdurre questa forma sociale in Italia e, al fine di agevolare lo svolgimento dell'impresa da parte di gruppi modesti di soci, insisteva sull'opportunità di sfruttare la sub-fattispecie delle piccole anonime, semplificandone le formalità di pubblicità, abolendo sindaci e assemblee e riconoscendo alle stesse maggiore libertà statutaria. D'accordo con Scialoja, si pronunciò TOESCA, *op. cit.*, 226 e ss, ROSMINI, *op. cit.*, 229. Dopo la redazione dei primi progetti di legge, le opinioni di chi riteneva opportuno regolamentare una sub-fattispecie di anonima, adeguata alle iniziative di ristrette compagini, tornarono a farsi sentire e a ciò probabilmente si deve l'appiattimento della s.r.l. sulla s.p.a. consacrato dai successivi progetti degli anni 40'. In questo senso si legga A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, cit., 109 il quale sostiene l'esclusione

Il travagliato *iter* normativo della nuova forma sociale, che nel dettaglio si esplicò in ben quattro progetti legislativi, conobbe frequenti oscillazioni tra impostazione personalistica e capitalistica. In particolare, il Progetto Vivante del 1922, così come quello D'Amelio del 1925, con il dichiarato intento di creare una società a garanzia limitata che non fosse «il duplicato della società anonima per azioni» ma che avesse piuttosto «il carattere di società personale, più che di società capitalistica»⁸³, limitavano il numero dei soci a 25⁸⁴ e sottoponevano il trasferimento delle

dell'introduzione di una nuova forma di società, affermando che «a certe esigenze della pratica assai più opportunamente si mostrerebbe adatta l'anonima per quote che il legislatore ha solo in parte disciplinato e di cui si dovrebbe completare la disciplina. Si eviterebbe di introdurre una nuova forma ignota alla nostra pratica e che potrebbe facilmente essere confusa con una impresa personale, dando luogo così ad insidie tutt'altro che irrilevanti». Del medesimo avviso, CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma del codice di commercio*, 1925, 189 e ss., così come C. VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 312 il quale, sebbene fosse il propulsore per eccellenza della nuova società, avendone anche presieduto la redazione del primo progetto di legge del 1922, ivi scriveva che fosse sufficiente «ospitare nel codice una seconda specie di anonima, libera dall'ingombrante architettura delle anonime per azioni, tanto più che nessun gruppo d'interessati è sorto nel nostro paese per reclamare il riconoscimento di un nuovo tipo di società con garanzia limitata (..) Per fornirle di una struttura vitale, senza creare un nuovo tipo di società, basta indicare quali sono le regole delle anonime per azioni che non si applicano alle anonime per quote, senza correre dietro, per spirito d'imitazione straniera, alla tanto discussa e criticata società a garanzia limitata.»

In senso favorevole, invece, alla sua introduzione si pronunciò T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, cit., 431, il quale riporta anche le opinioni di ulteriori autorevoli studiosi dell'epoca, tra cui Manara e Navarrini, che ritenevano opportuna la costituzione di una nuova forma sociale che offrisse «il vantaggio di soddisfare più completamente e compiutamente le complesse esigenze economiche che suggeriscono la creazione di queste nuove società; una semplice modifica delle anonime, mentre riuscirebbe facilmente insufficiente, presenterebbe d'altro canto più gravi pericoli per il pubblico credito, dovendo da un lato impennarsi intorno a una particolare libertà e scioltezza di forme, dall'altro non potendo cercare in nuovi e caratteristici istituti la garanzia dei creditori sociali.»

⁸³ In questi termini *Relazione sul progetto di cod. di comm. della Commissione reale per la riforma dei codici*, cit., 64, che si deve sempre alla penna di A. Asquini.

⁸⁴ In particolare, la disposizione di apertura, l'art. 144, del capo dedicato alle *Società a garanzia limitata* nel Progetto Vivante del 1922 disponeva: «Nella società a garanzia limitata il numero dei soci non può essere superiore a 25». A. ASQUINI, *Relazione al progetto preliminare per il nuovo codice di commercio* in *Scritti giuridici*, II, Padova, 1939, 231, 237 giustifica l'anzidetta previsione nei seguenti termini «Questa forma di società non deve divenire una forma concorrente della società anonima (...) Quando si tratta

di società le quali devono reclutare il capitale in larghe sfere del pubblico e devono riunire un grande numero di soci (..) solo la società anonima è la forma adatta (...). La società a garanzia limitata invece deve essere, ripetiamo, una società di pochi soci legati tra di loro da un rapporto di reciproca fiducia personale, per modo che in essa il retto funzionamento amministrativo, garantito da questi rapporti di reciproca fiducia personale, non abbisogni della macchinosa organizzazione della società anonima». Parimenti, l'art. 147 del progetto D'Amelio riprendeva la disposizione sul numero dei soci, a sostegno della quale la *Relazione sul progetto di cod. di comm. della Commissione reale per la riforma dei codici.*, cit., 67, richiama gli stessi argomenti di cui alla relazione precedente, aggiungendo «La limitazione del numero dei soci è prescritta dalla legge inglese; è autorevolmente richiesta in Germania ed era stata proposta in Francia». Detta disposizione fu commentata positivamente da E. SOPRANO, *La società a responsabilità limitata nel secondo progetto di riforma del Codice di commercio italiano*, cit., 21, secondo cui «la limitazione del numero dei soci giova a dare intimità di fiducia e di contatto ai partecipanti all'impresa; e non toglie la possibilità di avere un grande concorso di capitali sia con ingenti sottoscrizione dei singoli sia con la concentrazione fra varie società od enti preesistenti.» C. JONA, *La società mineraria tedesca e la società a garanzia limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 1927, 63, che giudica il numero di 25 esiguo. In senso contrario, T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, cit., che commenta la norma nei seguenti termini « è questa una fondamentale innovazione del nostro progetto sulla legge tedesca e austriaca che non limitano il numero dei soci di una G. m. b. H. Si potrebbe discutere sul limite massimo di 25, forse troppo alto, ma certo si è che questa norma, adottata nella legge inglese e nei progetti francese e svizzero, e unanimemente proposta in Germania, risponde pienamente al concetto della S. a. r. l., e può efficacemente servire ad evitare che esse invadano il campo delle anonime».

partecipazioni sociali non solo al requisito della forma pubblica ma anche al diritto di prelazione dei soci⁸⁵. Con i progetti degli anni 40'⁸⁶, invece, la

⁸⁵ L'art. 146 del Progetto Vivante disponeva «Salvo disposizioni contrarie dello statuto, le quote sono cedibili, con diritto di preferenza a parità di condizioni a favore degli altri soci. A tale effetto chi vuol cedere la sua quota deve farne offerta agli altri soci per il tramite degli amministratori. Dopo un mese dalla data dell'offerta, se nessuno dei soci si sia valso del diritto di prelazione, l'offerente è libero di disporre della sua quota. Se i soci esercitano l'opzione sono più di uno, la quota va divisa tra loro in frazioni uguali (...) Il trasferimento delle quote, tranne il caso di successione ereditaria, deve essere eseguito mediante atto pubblico». Allo stesso modo, l'art. 149 del Progetto D'Amelio. Le Relazioni ai progetti spiegano la disposizione negli stessi termini, descrivendola come linea di mezzo tra il sistema di matrice tedesca e austriaca di libera circolazione delle quote sociali, con il solo limite della forma pubblica, il quale comunque non è riuscito nell'intento di proteggere le quote da operazioni speculative, e quello di matrice francese che, come visto, subordina la cessione al consenso della maggioranza dei soci. Ad avviso dei commissari, il diritto di prelazione, unitamente alla forma pubblica, rappresenta «il modo migliore per conciliare le opposte esigenze di non immobilizzare il capitale investito nelle società a garanzia limitata e di salvaguardare il carattere eminentemente personale delle società stesse, nonché di impedire che le quote della società siano fatte oggetto di speculazione». Critici nei riguardi della previsione del diritto di prelazione sono T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia, cit.*, 437 secondo cui «L'esperienza austro-tedesca sta difatti ad insegnarci come il buon andamento delle società a resp. limitata dipenda dalla mancanza di speculazione sulle quote, e dal mantenimento del loro carattere personale; a ciò non è sufficiente la forma solenne necessaria per il trasferimento (il che è dimostrato ad evidenza dall'esperienza austro-tedesca), nè il diritto di prelazione dei soci. A me sembra che l'unica disposizione efficace in questo campo possa essere quella che sottomette il trasferimento delle quote al consenso della società: solo così viene ad essere resa veramente impossibile ogni speculazione.»; E. SOPRANO, *La società a responsabilità limitata nel secondo progetto di riforma del Codice di commercio italiano, cit.*, 30 e ss. il quale ritiene che l'unico strumento per salvaguardare l'*intuitus personae* in questa forma sociale sia costituito dal consenso alla cessione della partecipazione a terzi da parte della società.

⁸⁶ Il riferimento è al Progetto preliminare di Codice di Commercio del 1940, anche noto come Progetto Asquini, in *Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro*, vol. IV, Roma, 1942 che dedicava gli artt. 329-341 alla società a responsabilità limitata. Il progetto anzidetto confluì senza rilevanti modificazioni nel Progetto preliminare del libro dell'impresa e del lavoro, agli artt. 404 – 417, il quale si rinviene sempre in *Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro*, vol. V, 130 e ss. In occasione dell'approvazione del Libro V del codice civile con r.d. 30 gennaio 1941, n. 17, invece, vennero meno alcuni degli spunti tratti dal regime delle società di persone: fu abolita la norma che prevedeva lo scioglimento della società unipersonale dopo sei mesi, sostituita con l'adozione del regime di responsabilità illimitata del socio superstite; la facoltatività del collegio

s.r.l. veniva riaccostata alla società per azioni, ritenendo che essa fosse destinata a sostituire quest'ultima società «nei casi in cui appare un organismo troppo complesso, date le modeste proporzioni dell'impresa sociale»⁸⁷. La riconduzione alla società capitalistica era resa evidente dal principio della libera circolazione delle quote sociali che era qui affermato con maggior impeto rispetto alle legislazioni straniere di sua ispirazione, rendendo addirittura la trasmissione delle quote libera da vincoli formali⁸⁸. Il Codice civile confermò definitivamente questa inversione di tendenza, consacrando questa fondamentale disposizione anti-personalistica all'art.

sindacale che divenne obbligatorio se il capitale non era inferiore ad un milione, il voto per corrispondenza. In tal modo la s.r.l. venne ulteriormente avvicinata alla società per azioni come riformata.

⁸⁷ *Relazione del Guardasigilli al progetto ministeriale del Codice di Commercio, cit., 97.*

⁸⁸ L'art. 2479, nella versione originaria, disponeva «Le quote sono trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte, salvo contraria disposizione dell'atto costitutivo. Il trasferimento delle quote ha effetto di fronte alla società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci. L'iscrizione del trasferimento può aver luogo su richiesta dell'alienante o dell'acquirente verso esibizione del titolo da cui risulta il trasferimento, ovvero mediante dichiarazione nel libro dei soci sottoscritta dall'alienante e dall'acquirente e controfirmata da un amministratore.» A parte l'opinione di alcuni autori, tra cui v. L. MOSSA, *Società a responsabilità limitata, cit., 294* che, probabilmente influenzati dalla disciplina tedesca, ritenevano che la circolazione non potesse che avvenire in virtù di atti pubblici, la dottrina maggioritaria era invece dell'opinione secondo cui il trasferimento non richiedeva forme peculiari, sicché esso era efficace con la sola manifestazione di consenso delle parti. In questo senso, G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata, cit., 215 e ss.* secondo il quale la forma del negozio era libera, o meglio era quella prescritta per il negozio causale che lo realizza. Anche L. LORDI, *Istituzioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1943, 416 che sottolinea la vicinanza della disciplina circolatoria delle quote a quelle delle azioni nominative il cui unico tratto differenziale è individuato dalla necessità della firma dell'amministratore, oltre che nei maggiori costi legati al trasferimento di quote, paragonabili a quelli riguardanti la circolazione di partecipazioni delle società di persone. Anche quanto al titolo da esibire ai fini dell'iscrizione del trasferimento, che rendeva il medesimo opponibile alla società, e che per l'appunto obbligava gli amministratori a provvedervi, G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata, cit., 123 nt. 7* specificava che lo stesso non doveva essere autenticato né portare la menzione della causa e che bastasse «un documento probatorio, ricognitivo, che fosse sufficiente ad ottenere in giudizio la condanna dell'alienante», arrivando ad ammettere anche la c.d. cessione in bianco. L'esibizione del titolo, inoltre, risultava non necessaria, potendo l'iscrizione avvenire con una dichiarazione nel libro soci controfirmata dall'amministratore. Si rinvia a V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti, cit., 39 ss.* che riporta le varie tesi sorte in relazione all'art. 2479 c.c.

2479 c.c. che ammetteva la libera trasmissione delle quote, salva diversa previsione statutaria.

A differenza, dunque, della legislazione germanica ove la previsione della forma notarile si ricollegò all'esigenza di evitare speculazioni sulle quote, nel nostro ordinamento la chiusura della società a terzi e, in particolare, l'allontanamento delle partecipazioni dal mercato di borsa fu assicurata soprattutto tramite il divieto di rappresentazione delle quote sociali in titoli di credito, fossero essi all'ordine, al portatore o nominativi⁸⁹. Nel susseguirsi delle proposte normative questa previsione fu una costante⁹⁰, quand'anche con diverse formulazioni, allo scopo di

⁸⁹Al riguardo si fa riferimento all'analisi svolta da V. DE STASIO, *op. ult. cit.*, 37 e ss. il quale dà conto di come nella nostra legislazione la forma notarile, poi introdotta nel 1993, con l. 12 agosto 1993 n. 310, la c.d. "Legge Mancino" che, in particolare, imponeva il deposito e l'iscrizione nel registro delle imprese dell'atto di trasferimento con sottoscrizione autenticata del notaio, non è mai stata concepita come legata all'esigenza di impedire il ricorso al mercato da parte della s.r.l., probabilmente per la percezione del tipo empirico come società normalmente chiusa e ristretta. In questo senso, la Legge Mancino, nella relazione che la accompagna, e come si evince già dalla sua rubrica (Norme per la trasparenza nella cessione di partecipazioni e nella composizione della base sociale delle società di capitali, nonché nella cessione di esercizi commerciali e nei trasferimenti di proprietà dei suoli) concepisce la forma notarile come strumento di contrasto alla criminalità organizzata e come tecnica di monitoraggio della ricchezza. Al riguardo, l'a. citato specifica come «L'obbligo della forma notarile nel 1993, per quanto funzionale, in altri ordinamenti, al divieto di sollecitazione del pubblico risparmio e all'obbligo di reclutare i soci a trattativa privata, dalla dottrina italiana non è mai stato visto come tale. Ed è per questo che la finalità di scoraggiare le speculazioni sulle quote è rimasta affidata, per lungo tempo, solo al divieto di emissione delle azioni.» Si sottolinea che, ad ogni modo, per quanto la circolazione delle quote fosse, fino al '93, tendenzialmente libera da vincoli formali, essa non era comunque paragonabile a quella propria dei titoli azionari e non poteva comunque provocare la creazione di un mercato secondario delle partecipazioni di s.r.l., stante i costi ed i tempi ad essa connessi. Sul punto, L. LORDI, *Istituzioni di diritto commerciale, cit.*, 416 che, pur sottolineando l'analogia con la circolazione delle azioni nominative, specificava che «pur potendosi (la quota di partecipazione) trasferire a semplice richiesta dell'alienante e dell'acquirente e con l'annotazione che la società emittente deve fare nel libro soci. Questo trasferimento, pel solo fatto di essere appesantito dalla necessità di essere assoggettato a grave tassa di registro, è nettamente al di fuori della *facile circolabilità* dei titoli di credito i quali (anche se nominati) circolano con estrema facilità e senza il grave costo dell'assoggettamento a tassa di registro».

⁹⁰ Tutti i Progetti di legge menzionavano detta disposizione: l'art. 146, ultimo comma del Progetto Vivante disponeva espressamente che «in nessun caso le quote possono essere rappresentate da titoli di credito.» Allo stesso modo si esprimeva l'art. 147, 3

impedire che «le quote di una società a garanzia limitata diven(issero) oggetto di speculazioni in borsa come le azioni di un'anonima»⁹¹. Nonostante in Italia non si fossero verificati episodi di speculazione o comunque commercio frequente sulle quote delle anonime, il nostro legislatore introdusse ugualmente il divieto, tenendo conto dei mercati delle partecipazioni che, contrariamente alle *rationes* delle leggi sulla *GmbH*, sorsero in particolare in Germania e in Austria e che, in quest'ultimo Paese, indussero il legislatore a prevedere espressamente il divieto di rappresentazione delle quote in titoli negoziabili.

Una costante fu altresì la strutturazione personalistica della partecipazione sociale. Anche nei progetti a maggior stampo capitalistico, infatti, non fu mai presa in considerazione l'idea della previsione di partecipazioni azionarie ed anzi il frazionamento del capitale sociale in quote diseguali valse ad identificare la s.r.l. L'esperienza passata, d'altronde, consegnava ai compilatori l'istituto della anonima per quote che, per quanto molto lontana dalla s.r.l. così come definitivamente congegnata, ne rappresentava comunque la matrice primordiale ed il cui unico elemento distintivo rispetto alla anonima per azioni era proprio costituito dalla divisione del capitale in quote. Diversamente, però, dal previgente Codice di commercio ove l'emissione di quote o azioni fu intesa come elemento legislativamente neutrale poiché distintivo di subfattispecie riconducibili ad un'unica società di capitali, la diversità della partecipazione sociale fu elevata a carattere identificativo delle due nuove forme sociali, destinatarie in quanto tali di autonomi corpi regolamentari. Nella compilazione dei vari progetti legislativi contribuì a rafforzare tale distinzione il continuo riferimento al modello legislativo tedesco e austriaco nel contesto del quale la *GmbH* era caratterizzata da partecipazioni affatto peculiari rispetto a quelle proprie della *Aktiengesellschaft*. Recependo, così, alcuni caratteri della quota elaborati sia dalla dottrina ottocentesca, sia dai legislatori stranieri, tutti i progetti di legge, così come il Codice civile respinsero lo schema della pluralità di partecipazioni di matrice franco-inglese, disponendo al contrario la

comma del Progetto D'Amelio. Quanto, invece, al Progetto preliminare del libro dell'impresa e del lavoro, l'art. 404 disponeva «le quote di partecipazione dei soci non possono essere rappresentate in azioni». La disposizione, negli stessi termini, è stata trasposta all'art. 2472, secondo comma, rubricato "Nozione".

⁹¹ *Relazione sul progetto di cod. di comm. della Commissione reale per la riforma dei codici., cit., 68.*

divisione del capitale sociale in quote tendenzialmente disuguali, del valore minimo di mille lire e divisibili⁹².

La disciplina della partecipazione sociale disvela come nel disegno legislativo in tema di s.r.l. l'obiettivo fosse soprattutto di alimentare le iniziative economiche di gruppi ristretti di soci, reciprocamente noti, e molti dei quali interessati a partecipare attivamente e direttamente alle vicende sociali: in sostanza, di imprese familiari o comunque di modeste dimensioni. Anche se nell'ottica legislativa il tipo per quote doveva avere un ambito applicativo più esteso rispetto alle iniziali elaborazioni normative, stante l'esclusione di un tetto massimo al capitale⁹³,

⁹² L'art. 144, 2 comma del Progetto di legge Vivante disponeva che il capitale sociale si divideva in quote, anche disuguali, così come l'art. 147 del progetto del Progetto di legge D'Amelio. Entrambi i progetti, inoltre, ammettevano la divisibilità delle quote sociali nei limiti del rispetto del numero dei soci all'art. 147 e all'art. 150. Coerentemente alla legislazione d'ispirazione, la divisione delle quote non era stata ammessa senza limite alcuno proprio per evitare che «la divisione delle quote in porzioni apr(isse) la via a quelle operazioni di speculazione sulle medesime che nella società a garanzia limitata si vogliono vietare». In questi termini, A. ASQUINI, *Relazione al progetto preliminare per il nuovo codice di commercio* in *Scritti giuridici*, II, Padova, 1939, 241. Parimenti, i progetti di legge successivi si muovono lungo questa direzione: venendo meno la prescrizione del numero massimo dei soci e aggiunta la disposizione impositiva di un valore minimo alla quota pari a lire mille, la divisibilità delle quote è temperata dalla cautela del valore minimo di mille lire della quota sociale. In particolare, la divisibilità è regolata nei seguenti termini «le quote di conferimento di ciascun socio non possono essere inferiori a lire mille. Le quote possono essere anche di valore diseguale e sono divisibili, purchè, per effetto della divisione, il valore di ciascuna non scenda al disotto del limite fissato in questo articolo» all'art. 332 del Progetto Asquini del 1940 e allo stesso modo all'art. 408 del Progetto del libro dell'impresa e del lavoro i quali ne dispongono anche l'eventuale disuguaglianza del valore nominale. Il Codice civile, invece, all'art. 2482, primo comma consente allo statuto sociale di escludere la divisibilità delle quote, la quale, nel suo silenzio, è possibile solo nel caso di successione a causa di morte o alienazione, purchè siano rispettate le disposizioni del secondo e terzo comma dell'art. 2474, inerenti al valore minimo della quota, anche qui pari a lire mille ed eventualmente diseguali.

⁹³ Così si legge chiaramente nella *Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942, cit.*, n. 1004 ove si sottolinea che «la nuova forma sociale, mentre è particolarmente destinata a sostituire le piccole anonime, non è però necessariamente vincolata ad operare solo in tale campo, non essendo fissato alcun limite massimo di capitale. Essa potrà cioè anche prestarsi per imprese di dimensioni maggiori tutte le volte in cui si voglia contenere la responsabilità dei soci nei limiti dei conferimenti e nello stesso tempo assicurare con legami più stretti l'attività dei soci alla società, consentendo di riguardare le loro persone non più in funzione del loro apporto di

l'imperativo respingimento della tecnica cartolare per la circolazione delle partecipazioni, congiuntamente al valore nominale minimo della quote e alla loro struttura personalistica, sono indicativi di una forma sociale concepita avendo riguardo soprattutto a compagini sociali tendenzialmente ristrette e stabili. Il mancato accoglimento della proposta di limitare il numero dei soci non smentisce detto assunto che risulta comunque confermato dall'esclusione della circolazione dei titoli, così come dal divieto di costituzione per pubblica sottoscrizione che, precludendo la sollecitazione del pubblico risparmio, chiudono le porte sociali ad individui che, per disinformazione o altro, non sono in grado di valutare i rischi del proprio investimento⁹⁴.

3.3. I caratteri della quota sociale inerenti al piano organizzativo

Quand'anche già in seno al codice del 1882 si riteneva che le quote, diversamente dalle azioni, potessero essere di diverso valore nominale, l'espressa previsione di detta caratteristica (art. 2474, secondo comma) unitamente a quelle, già analizzate, della divisibilità delle quote e del divieto di una loro cartolarizzazione nel Codice civile, arricchirono il ventaglio dei tratti caratteristici della partecipazione sociale nella s.r.l., rendendo evidente l'accoglimento nel nostro ordinamento del principio di unicità della quota, di derivazione austro-tedesca. In particolare, quello che risultò chiaro agli occhi dei primi commentatori del nuovo Codice fu il respingimento del modello azionario di divisione del capitale in una pluralità di parti predeterminate, quanto al numero e al valore, e avulse da una qualsiasi considerazione soggettivistica, poi attribuite al singolo in funzione del capitale sottoscritto; fu l'adozione di un modello di partecipazione unica per ciascun socio, sia maggiore o minore la sua quota di conferimento e dunque, inevitabilmente, diseguale da sottoscrittore a sottoscrittore; fu il necessario mantenimento dell'unicità della quota in ogni momento del rapporto sociale, con conseguente accrescimento della quota in conseguenza di vicende acquisitive di un'ulteriore partecipazione.

Nello specifico, dalla previsione di cui all'art. 2474, 2 co. c.c. secondo la quale «le quote di conferimento dei soci possono essere di

capitali, ma altresì in funzione della fiducia che ispirano i loro nomi e la loro attività, così nei rapporti interni come di fronte a terzi.»

⁹⁴ G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata, cit.*, 60 e ss.

diverso ammontare, ma in nessun caso inferiori a lire mille» e dal carattere di divisibilità di cui all'art. 2482 c.c. autorevole dottrina giungeva a ritenere che le quote di s.r.l. dovessero essere necessariamente uniche per ciascun socio⁹⁵, giudicando inammissibile sia un'eventuale previsione statutaria

⁹⁵ G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 34 il quale desume l'unicità della quota dalla previsione dell'art. 2474, ritenendo che «nella società a responsabilità limitata ciascun socio, in linea di principio, ha soltanto una quota, il cui ammontare è proporzionato alla complessiva sua partecipazione nella società. Ne deriva che l'acquisto di altre quote, oltre a quella originaria, non rende il socio titolare di più quote, ma ne aumenta l'unica partecipazione iniziale». L'a. derivava da ciò altresì l'inammissibilità di una clausola che prescriva l'uguaglianza di diritto delle quote, come nelle s.p.a. la quale avrebbe comportato inevitabilmente l'acquisto di più quote da parte del singolo. A. BRUNETTI, *Società a responsabilità limitata, Società cooperative, Mutue assicuratrici*, in *Trattato del diritto delle società*, v. III, Giuffrè, Milano, 1950, 113, afferma che «La quota non si scompone in tante unità da mille lire anche se per ciascuna di queste è attribuito un voto nelle assemblee, ma rimane un'unità nel suo complesso in capo al socio (...) perciò è a dirsi superata l'opinione che la differenza fra quota ed azione consista nell'impossibilità della prima di essere incorporata in un titolo di credito. E' diversa la struttura della partecipazione, vale a dire del rapporto fra la persona e la società. La più notevole conseguenza di tale situazione, strettamente legata alla persona è l'impossibilità di cumulare *ab origine* più quote nelle mani della stessa persona»; A. GIULIANI, *La società a responsabilità limitata: formalità e adempimenti*, Milano, Giuffrè, 1948, 15 sottolinea come « la quota è singola per ciascun socio, unitaria nel suo complesso (pur potendo essere, se le prescrizioni statutarie lo consentono, suscettibile di suddivisione per determinazione del socio e per eventi successivi) e, nei limiti segnati dal capitale, può essere di qualsiasi ammontare nominale purché nel minimo non inferire a L. 1000 e, nel massimo, rappresenti un multiplo di quel valore (...) Riferito alle persone il numero delle quote di partecipazione al capitale sociale, coincide col numero dei soci, pur potendo le quote essere di valore diverso»; G. GORLA, *Le società secondo il nuovo codice. Breve guida pratica*, Milano, Giuffrè, 1942, 97 e ss.; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Moreno Editore, 1962, 454; F. FERRARA jr., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1962, 550; V. SALANDRA, *L'impresa commerciale, Le società commerciali*, in *Manuale di diritto commerciale*, v. I, Dott. Cesare Zuffi Editore, Bologna, 381 che ritiene che «il concetto di quota di conferimento è diverso da quello di azione. Mentre l'azione rappresenta una parte determinata del capitale, indipendentemente dalla persona cui appartiene, la quota rappresenta la misura della partecipazione di una persona determinata al capitale, e pertanto il rapporto giuridico tra questa persona e la società. Ne segue che le quote di conferimento sono normalmente diseguali e che non è ammissibile il cumulo di più quote nelle mani della stessa persona»; E. SOPRANO, *Il libro del lavoro del nuovo codice civile (lineamenti e motivi)*, cit., 254; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, a cura di F. Vassalli, Torino, Utet, 1987, 441; M. BIONE, *Le azioni*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1991, 4 e ss. *Contra* la nota opinione di G.M.

che, frazionando il capitale in parti eguali, comportasse la titolarità plurima delle quote in capo al singolo. Quand'anche la legge prescrivesse il necessario ammontare minimo della quota pari a mille lire o, se superiore, ad un suo multiplo, detta previsione veniva spiegata per ragioni di ordine pratico e connesse alla misura dei diritti sociali, oltre che per evitare un'eccessiva parcellizzazione delle partecipazioni sociali⁹⁶. Essa non importava, invece, «una suddivisione in parti della quota del singolo socio, la quale rimane unica, anche se con peso diverso, qualunque ne sia l'entità»⁹⁷. A rafforzare detta opinione contribuiva e contribuisce tutt'ora, anche in maniera decisiva, il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, il quale ritenendosi che racchiuda un tratto essenziale della s.r.l. ha reso in linea di massima l'unicità della quota un elemento intoccabile dall'autonomia privata poiché deputato a segnare una significativa

RIVOLTA, *Le società a responsabilità limitata, cit.*, 159, unico autore che all'epoca riteneva superabile il principio di unitarietà della quota.

In giurisprudenza Trib. Bari, 28 gennaio 1974, *Giur. it.*, 1974, I, II, 825 secondo cui «non è valida la clausola statutaria di una società a responsabilità limitata nella quale si stabilisce che il capitale sociale sia diviso in parti eguali e indivisibili, ciascuna del valore nominale di multipli di mille lire, attributive di identici diritti e di un solo voto», giungendo così a negare l'omologazione di un atto costitutivo di s.r.l. Il principio di diritto è espresso argomentando la violazione da parte dell'anzidetta disposizione statutaria del principio di obbligatorietà della costituzione secondo uno dei tipi legali, espressamente affermato dall'art. 2249 c.c. per le società che hanno ad oggetto l'attività commerciale. «Il suddetto principio non importa che lo schema organizzativo concreto debba esattamente riprodurre quello legale; un regolamento negoziale diverso è possibile, purché gli elementi essenziali e caratteristici del tipo prescelto sussistano»; Trib. Salerno, 22 marzo 1984, in *Foro padano*, I, 1984, 55 che nega l'omologazione di un atto costitutivo di s.r.l., affermando «l'attribuzione ad un socio, che abbia sottoscritto una quota di valore multiplo del minimo, di più quote, anziché di una unica, viola il principio di unitarietà della quota e non consente l'omologazione dell'atto costitutivo»; Trib. Roma, 18 gennaio 1954, in *Riv. not.*, III, 1954, 282; App. Roma, 20 ottobre, 1959, in *Riv. not.*, III, 1959, 791; Cass. 8 gennaio 1966, n. 1966 in *Giur. it.*, 1966, 855 che giunge ad affermare che «la quota di una società a responsabilità limitata, quale espressione della partecipazione sociale di ciascuno dei titolari, costituisce un'entità unica e non la somma di tante distinte entità quante sono le componenti di mille lire di cui all'art. 2474 c.c.», facendo leva sul fatto che la legge parlasse di quota con riferimento a ciascun socio (art. 2477, 2481 c.c.) e sull'art. 2474, 2 co. che prevedeva che le quote potessero essere di diverso ammontare.

⁹⁶ In questi termini v. *Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942, cit.*, n. 1006.

⁹⁷ G. FERRI, *Le società, cit.*, 462.

distinzione nell'ambito delle società di capitali⁹⁸. La polisemia che riguarda il termine "azione", il quale risaputamente sta ad indicare sia la frazione minima ed indivisibile in cui è diviso il capitale sociale, sia la quota di partecipazione e sia il documento che la rappresenta⁹⁹, ha indotto la dottrina quasi unanime¹⁰⁰ ad interpretare il divieto in esame come

⁹⁸ Che il divieto di rappresentazione delle quote in azioni sia un elemento distintivo del tipo s.r.l. rispetto alle altre società di capitali e, quindi, rispetto alla s.p.a. e alla s.a.p.a. è primariamente sancito nella *Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942, cit.*, n. 1005 ove si definiva come elemento "essenziale" della s.r.l. il divieto di attribuire alle quote di partecipazione forma azionaria. Nonostante il mancato ricorso alla tecnica delle "nozioni" in seguito alla riforma del 2003 per individuare questo e gli altri elementi essenziali, non si dubita che esso non abbia cessato di svolgere la funzione di «elemento identificativo minimo» della s.r.l. In questi termini, G. ZANARONE, *Introduzione*, in *Della società a responsabilità limitata, artt. 2462-2474 in Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 89 e ss. Ne discende, ad avviso dell'a., la nullità di clausola contraria a detto connotato identificativo del tipo. Anche P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452 e 2462 del codice civile in Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, t. 1, Piccini, Padova, 2010, 5 e ss.,

⁹⁹ Già la *Relazione Mancini*, in A. MARGHERI, *I motivi del nuovo codice di commercio italiano, cit.*, 148 sottolinea che «la parola azione ha un triplice significato. Essa si impiega per indicare una delle frazioni nelle quali il capitale è diviso; essa esprime il diritto di colui che ha pagato o promesso il pagamento di una di quelle frazioni di capitale; essa indica finalmente il documento emesso in relazione ad una di quelle frazioni ed al diritto di colui a cui essa appartiene.» Anche G. FERRI, *Le società, cit.*, 441; B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Milano, 1959, 967; M. BIONE, *Le azioni, cit.*, 3; C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale⁵, op. cit.*, 193; A. DE MARTINI, voce *Azioni e obbligazioni, op. cit.*, 10 e ss.; C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1999, 101; Id., *Azioni di società, 1) Diritto commerciale in Enciclopedia giuridica Treccani*, vol. IV, Roma, 1991, 1 ss.

¹⁰⁰ Prima della riforma del 2003 G. FERRI, *Le società, cit.*, 442 secondo cui «se questo dell'azione come titolo azionario è l'aspetto più appariscente (...) non sembra che sia questo il carattere veramente essenziale che contraddistingue la quota dall'azione (...) la realtà è che la distinzione tra quota e azione si ricollega direttamente al diverso criterio che può essere seguito nella suddivisione in parti del capitale.»; G. GORLA, *Le società secondo il nuovo codice. Breve guida pratica, cit.*, 97, che, partendo dal presupposto che il divieto attenesse primariamente all'emissione di documenti aventi le stesse caratteristiche di quelli azionari e che potessero circolare con la loro stessa facilità, proseguiva ritenendo che «dato che i diritti sociali non sono divisi in tanti documenti analoghi ai titoli azionari, rappresentanti altrettante unità sociali, il sistema della legge è il seguente: l'unità, ai fini quanto meno del voto, è rappresentata da un valore di conferimento di L. 1000; ma la quota intestata ad un socio è una entità unitaria, l'entità sociale cioè è data dalla persona del socio.» C. ANGELICI, *Le azioni, Il codice civile. Commentario Schlesinger, artt. 2346-2356*, Milano, Giuffrè, 1992, 26, nt. 14.

proibitivo non solo della cartolarizzazione delle partecipazioni, come il termine “rappresentazione” e la stessa relazione al codice civile sembrano *prima facie* suggerire, ma anche della standardizzazione delle partecipazioni sociali.

3.3.1. Dal carattere di unicità a quello di unitarietà della quota

Dalla necessità che la quota sia unica per ogni socio e disuguale, la dottrina dell'epoca giunse a configurare anche il rapporto tra socio e società in termini unitari, delineando il principio di unitarietà della quota, con rilevanti effetti circa le vicende relative al rapporto sociale e all'esercizio dei diritti da esso promananti. Il principio anzidetto fu posto all'origine di una serie di conseguenze applicative di non poco conto ed inerenti in particolare il piano organizzativo, l'esposizione delle quali dà la misura, anche e soprattutto, della valenza pratica dei caratteri di unicità ed unitarietà della quota di s.r.l.

Il primo profilo applicativo rilevante si coglie ponendo a raffronto il principio di unitarietà, riferito alla quota nel suo complesso, con quello contrapposto di autonomia delle singole azioni componenti il pacchetto azionario. Tale contrapposizione spiega il motivo per il quale storicamente tutta una serie di problemi attinenti ad un eventuale esercizio parziale o divergente dei diritti sociali non hanno mai riguardato la s.r.l., essendo stati per converso ampiamente indagati relativamente alle partecipazioni azionarie proprio alla luce di questo carattere tipicamente azionario dell'*autonomia*¹⁰¹. Prescindendo da ogni legame con il suo titolare, le azioni,

¹⁰¹ Sul principio di autonomia si veda F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, ed. provv., Milano, Giuffrè, 1968, 116 e ss.; B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, cit., 977 e ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 147 e ss.; Id. *La circolazione della partecipazione azionaria*, cit., 104; Id. *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 2012, 33; Id. *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. II, Utet, Torino, 1985, 206; P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 108; Id. *La partecipazione azionaria*, in *Studium iuris*, 1996, 675 e ss.; P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in *AA.VV., Tipo. Costituzione. Nullità, Trattato delle società per azioni*, vol. 1, t. 1, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 2004, 45 e ss.; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 37; A. DE MARTINI, *Voce Azioni e obbligazioni*, cit., 48; G. FERRI, *Le società*, cit., 336: «prescindendo da ogni legame con le persone dei soci, le azioni costituiscono tante unità autonome e distinte, non solo quando fanno capo a persone diverse, ma anche quando fanno capo ad una stessa persona. Chi ha più azioni, ha una somma di tanti

anche quando riferibili ad un unico centro di imputazione, rappresentano un complesso autonomo di diritti e poteri che, secondo la dottrina maggioritaria, rende possibile per il suo titolare l'espressione di «comportamenti divergenti nella realizzazione delle posizioni giuridiche che (esse) conferiscono»¹⁰². Viceversa, per l'orientamento tradizionale la partecipazione alla società a responsabilità limitata, in quanto legata alla persona del socio, esprime una posizione contrattuale unitaria quanto all'esercizio dei diritti che la compongono¹⁰³ e la cui scomposizione in parti da mille lire è esclusivamente funzionale a «facilitarne il calcolo quando occorre»¹⁰⁴. Su tali basi la dottrina giustificava la previsione legislativa dell'esercizio parziale del diritto di recesso nella sola società per azioni¹⁰⁵.

complessi unitari di diritti e di poteri, una posizione multipla non una posizione unitaria»; N. ROBIGLIO, *Sul raggruppamento di azioni*, in *Riv. soc.*, 837 e ss.; M. STELLA RICHTER JR., "Collegamento" e "raggruppamento" delle azioni di società, in *Riv. dir. comm.*, 1991, 385 e ss.; *Contra* la posizione di G.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1964, 304 secondo cui «la partecipazione sociale è, per ogni socio, una sola, indipendentemente dal numero delle azioni e dall'entità (o dal numero) delle quote a lui appartenenti». Più di recente, G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2011, 286 che afferma «la posizione del socio nella società è unica e globale, e si riassume nell'entità complessiva del suo possesso azionario: che può quantitativamente mutare in caso di vendite parziali o di accrescimenti, ma che rimane sempre qualitativamente la stessa.» M. CIAN, C. SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. V, Utet, Torino, 2012, 126 i quali, sul presupposto che il legislatore alle volte si riferisca alla partecipazione sociale in senso unitario, come per quanto attiene alle partecipazioni rilevanti ex art. 120 TUF, e alle volte in senso atomistico, come in tema di recesso, intendono l'autonomia non come un elemento connotante dell'azione ma come un problema di disciplina, «ossia di regolazione giuridica degli atti di esercizio dei diritti sociali».

¹⁰² C. ANGELICI, voce *Azioni di società*, 1) *Diritto commerciale in Enciclopedia giuridica Treccani*, vol. IV, Roma, 1991, 4.

¹⁰³ G. FERRI, *Le società*, op. cit., 462 il quale afferma «L'unità della quota afferente a ciascun socio importa poi che il rapporto socio-società è un rapporto unitario, con la conseguenza che le vicende relative a questo rapporto (es. l'inadempimento) riguardano la posizione di socio nella sua unità.»

¹⁰⁴ *Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942*, cit., n. 1006.

¹⁰⁵ B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, cit., 978; M. BIONE, *Le azioni*, op. cit., 39; C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, cit., 214; D. GALLETI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 250 *Contra* P. G. JAEGER, *Il voto divergente*, Giuffrè, Milano, 1976, 46 sulla sola base della matrice contrattuale del diritto di recesso; G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 282 che in controtendenza rispetto alla tesi maggioritaria che identifica l'azione come un complesso unitario di diritti e poteri ritiene di identificare come tale non l'azione in sé ma «la partecipazione azionaria, sia

È in ragione di ciò che solo in relazione alla società per azioni è stata autorevolmente sostenuta l'ammissibilità del c.d. voto divergente o parziale¹⁰⁶, fattispecie tendenzialmente inesplorate dagli studiosi della società a responsabilità limitata¹⁰⁷. Alla luce del citato principio di autonomia, inoltre, si è ritenuto possibile per l'azionista determinare a liberazione di quali azioni imputare i suoi versamenti¹⁰⁸, potendo così il

essa rappresentata da una, da cento o da mille azioni». Da ciò, l'autore nega che l'azionista possa imputare i versamenti parziali a liberazione integrale di alcune azioni o che possa vedersi sospeso il voto, venire escluso per morosità od esercitare il recesso per parte delle azioni.

¹⁰⁶ E' molto nota la tesi espressa da P. G. JAEGER, *Il voto divergente*, cit., 32 e ss.; Id., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, III, Torino, 1994, 406 e ss. il quale arriva ad ammettere nella società per azioni, seguendo la strada già tracciata da F. D'ALESSANDRO in *I titoli di partecipazione*, cit., l'espressione di un voto divergente. Anche B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, cit., 977 e F. GALGANO, *L'assemblea*, in *Il nuovo diritto societario, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XXIX, Padova, Cedam, t. I, 2006, p. 384 e ss.; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *sub art. 2351*, in *Azioni*, a cura di Notari M., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P-Bianchi L.A.-Ghezzi I- Notari M., Milano, Egea, 2008, 392 e ss. In giurisprudenza, per l'ammissibilità Trib. Milano, 14 aprile 1900, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 158. *Contra* App. Bologna, 10 luglio 1995, in *Giur. it.*, 1996, I, 2, 590 ove si afferma «poiché la partecipazione sociale è unitaria, il socio che disponga di più azioni non può votare con alcune di esse ed astenersi o votare in modo diverso con altre (ancorchè queste ultime vengano intestate ad una società fiduciaria, ma siano riconducibili al medesimo socio - fiduciante), potendosi giustificare un voto divergente unicamente in presenza di un interesse meritevole di tutela.»

¹⁰⁷ v. M. BIONE, *Le azioni*, cit., 6 secondo il quale in ragione dell'unitarietà della quota sono estranei alla s.r.l. «una serie di problemi, attinenti ad un possibile esercizio diversificato o addirittura divergente delle posizioni attive del socio, che si pongono invece nella s.p.a.». P. G. JAEGER, *Il voto divergente*, cit., 86 e ss. che prospetta il solo dubbio se possa ammettersi il voto non unitario anche nella società a responsabilità limitata.

¹⁰⁸ Sul punto v. App. Firenze, 14 gennaio 1964, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1964, II, 581 che afferma, sul presupposto che il pacchetto azionario non costituisce un'unità riconosciuta dal diritto, il quale conosce solo le azioni intese singolarmente nella loro individualità, il seguente principio di diritto "nel caso di versamento a liberazione azioni sottoscritte insufficiente a liberare tutte le azioni, il versamento stesso non va imputato in conto liberazione parziale di tutte le azioni sottoscritte, ma in conto liberazione totale di quel dato numero di azioni la cui parte non liberata viene ad essere coperta dall'importo del versamento". Il principio è condiviso da A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, Artt. 2342-2345, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2015, sub art. 2344, 479. Detta sentenza è stata annotata, invece, in senso critico da N. SALANITRO, *Rassegna di diritto societario (1964)*, in *Riv. soc.*, 1966, 935, che, sebbene

procedimento di mora e la sospensione del voto riguardare solo parzialmente il pacchetto azionario¹⁰⁹. L'unitarietà della quota, invece, impone la liberazione, parziale o integrale che sia, esclusivamente dell'intera partecipazione¹¹⁰ e comporta in caso di mora la sterilizzazione dell'unitario diritto di voto, benché l'opinione maggioritaria ritenga possibile circoscrivere gli altri meccanismi sanzionatori previsti dall'art.

condivida l'affermazione in merito all'irrelevanza del pacchetto azionario, invoca in considerazione della pluralità di debiti assunti dal sottoscrittore delle azioni nei riguardi della società l'art. 1193, il cui ultimo comma dispone che l'imputazione è fatta proporzionalmente ai vari debiti. In senso parimenti critico nei riguardi dell'anzidetto orientamento è M. PERRINO, *Socio moroso*, in *Trattato delle società, Società per azioni*, t. 2, Milano, Wolters Kluwer Italia s.r.l., 2022, 349, Id., *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, Giuffrè, 1997, 276 e ss., biasimando l'obbligatorietà della forma di imputazione del pagamento indicata dai giudici fiorentini e ritenendo, sempre in ragione dell'art. 1193 e della pluralità dei debiti contratti dal sottoscrittore di più azioni, che il criterio dell'imputazione integrale del versamento ad una parte delle azioni opererà solo in caso di dichiarazione *a parte debitoris* di cui all'art. 1193, 1 co., dovendo in sua assenza operare la forma d'imputazione proporzionale ai vari debiti.

¹⁰⁹ M. SPOLIDORO, *Conferimenti in denaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 2004, 446 e 449 che afferma l'ammissibilità che tanto la sospensione del voto quanto la vendita riguardino solo le azioni non liberate. Negli stessi termini, M. PERRINO, *Socio moroso*, cit., 349 che sottolinea come la vendita, la dichiarazione di decadenza e la sospensione del voto limitatamente alle azioni non liberate sia necessaria in caso di inadempimento dell'apporto dovuto in relazione ad azioni sottoscritte a fronte di un aumento reale del capitale sociale. Negli stessi termini anche A. PISANI MASSAMORMILE, cit., 491e 511. La sospensione del voto nei limiti delle azioni in mora è affermata anche da Comitato notarile del Triveneto, Massima H.B.34. *-Diritto di voto del socio titolare contemporaneamente di azioni interamente liberate e di azioni in mora con i versamenti.*

¹¹⁰ S. MASTRURZI, *sub art. 2466*, in *La riforma delle società, Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, artt. 2462-2501 cod. civ.*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, 2003, 45 la quale ritiene ammissibile la vendita coattiva della sola parte della quota non coperta in sede di aumento di capitale in ossequio al principio di integrità ed effettività del capitale, escludendo invece che il socio moroso possa imputare eventuali versamenti parziali a liberazione integrale di una parte della sua quota. Negli stessi termini, G. SANTINI, *Cessione parziale di quota non liberata nella società a r.l.*, in *Giur. it.* 1965, I, 1, 1507; G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 269, i quali, sebbene si pronuncino in relazione alla fattispecie della responsabilità dell'alienante di quota parzialmente liberata, affermano che la liberazione debba necessariamente riguardare l'intera partecipazione sociale, non potendo in ragione del fatto che la quota è unica configurarsi una liberazione di parte di essa. Su questo punto v. anche nt. 112.

2466 c.c. ad una parte della quota¹¹¹. La facoltà, rimessa al socio di s.p.a. e negata a quello di s.r.l., di imputare il suo versamento a liberazione integrale di una parte della sua complessiva partecipazione consente esclusivamente al primo di alienare le azioni interamente liberate, andando esente da responsabilità solidale con il cessionario¹¹².

¹¹¹ In questi termini la nota Cass. 3 luglio 2019 n. 1185, in *Foro italiano*, 2020, 1241,1 con nota critica di A. CERRATO STEFANO, *Insidiose questioni su aumento di capitale e mora del socio di s.r.l.*, in *Società*, 2021, 31; con nota critica di G. COLOMBO, *Mora parziale del socio di S.r.l. in sede di aumento del capitale sociale, esclusione ed esercizio del diritto d’informativa*; in *Giur. comm.*, II, 2022, 521; con nota adesiva di F. GUERRERA, *Mancata esecuzione dei versamenti a seguito di sottoscrizione di un aumento di capitale ed esclusione “parziale” del socio di s.r.l. in Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 527. Negli stessi termini anche App. Palermo 5 aprile 2011 n. 435, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 744 con nota di G.M. D’AIELLO, *Questioni “aperte” in tema di vendita coattiva della quota del socio moroso di s.r.l.*; Trib. Roma 3 settembre 2020, n.11887, in *Giur. it.*, 2021, 2133 con nota di E. RATTI, *Questioni in tema di socio moroso di s.r.l. per inadempimento dei conferimenti promessi*. In dottrina v. M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società, op. cit.*, 287; G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata, op. cit.*, 159 nt. 8. *Contra* G. FERRI, *Le società, cit.*, 435 secondo il quale la procedura dovrebbe necessariamente riguardare l’intera partecipazione; A. VALZER, *sub art. 2466. La mancata esecuzione dei conferimenti*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 227 e ss. il quale ritiene di accreditare la tesi più rigorosa e sostenere che l’eventuale mora nella copertura della frazione di capitale sottoscritta in sede di aumento renda il socio passibile della vendita in danno della sua intera quota.

In relazione alla sospensione del voto, in senso diametralmente opposto al contenuto dell’analogo massima dettata in tema di voto del socio moroso di s.p.a già citata, si v. Comitato Triveneto dei notai, Massima I.B.35- *Diritto di voto del socio titolare di una partecipazione interamente liberata che incrementi la medesima con una quota per la quale venga messo in mora con i versamenti* secondo cui la sospensione deve riguardare necessariamente l’unitario diritto di voto. In senso contrario, *Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*, Massima n. 55 – *Mora parziale del socio di società a responsabilità limitata e conseguenze in tema di vendita a rischio e pericolo, esclusione, diritti di voto e diritti particolari*, reperibile su www.consiglionotarilefirenze.it. ove si afferma, in controtendenza rispetto all’orientamento maggioritario, che l’unitarietà della quota possa essere superata in relazione altresì al diritto di voto ammettendo dello stesso una sospensione parziale.

¹¹² La facoltà di imputare i versamenti, là dove non sufficienti a coprire l’intero pacchetto azionario posseduto, a singole azioni consente al socio di alienare queste ultime o quelle non liberate, con conseguente assunzione o meno di responsabilità solidale ex art. 2356 c.c. In relazione alla quota di società a responsabilità limitata, in caso di liberazione parziale della partecipazione questa prospettiva non è ammissibile e ciò come riflesso dell’unitarietà della quota. Sul punto, invece, in passato Cass. 12 maggio 1965 n. 909 in *Foro italiano* 1965, I, 2020 e in *Giustizia civile* 1965, I, 1826 con nota

Sempre sul piano organizzativo, l'unitarietà della quota è stata anche richiamata dalla dottrina nella disamina delle modalità di differenziazione del contenuto della partecipazione sociale. In effetti, all'indomani dell'entrata in vigore del Codice civile, alcuni autori¹¹³

di C. GIANNATTASIO, *Responsabilità del socio della società a responsabilità limitata per i versamenti ancora dovuti nel caso di cessione parziale della quota* e in *Giurisprudenza italiana* 1965, I, 1, 1507 con nota critica di G. SANTINI, *Cessione parziale di quota non liberata nella società a r.l.*, cit. secondo cui «la norma dell'art. 2481 c.c., secondo la quale, in caso di cessione della quota di una società a responsabilità limitata, l'alienante e l'acquirente sono per il periodo di tre anni dal trasferimento responsabili in solido verso la società per i versamenti ancora dovuti, là dove subordina la responsabilità dell'alienante alla previa richiesta, rimasta infruttuosa, nei confronti dell'acquirente, si riferisce solo all'ipotesi in cui oggetto della cessione sia stata l'intera quota e l'alienante abbia cessato di far parte della società: detta norma è, quindi, inapplicabile ove la quota sia stata ceduta solo parzialmente». In particolare, Santini è critico nei riguardi di tale orientamento invocando l'unitarietà della quota e l'impossibilità giuridica che essa si divida per il solo fatto che il socio abbia compiuto un versamento parziale. Ad avviso dell'autore, il versamento non può che incidere in proporzione su tutta la quota, provocando una liberazione parziale dell'intera quota, non una liberazione totale di una parte di essa. In questi stessi termini anche G.C.M. RIVOLTA, cit., 269; PICCININI, sub art. 2472 in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo e Patriarca, Utet giuridica, Torino 2006, 254 s.; G. ZANARONE, sub. 2472 in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 763.

¹¹³ G. GORLA, *Le società secondo il nuovo codice. Breve guida pratica*, cit., 98 secondo cui «se il socio acquista un'altra quota, riteniamo che, pur restando ancora l'utilità sociale determinata dalla sua persona, le due quote si debbano considerare come distinte, per quanto concerne in specie i diritti e gli obblighi particolari di ciascuna quota (es. privilegio nella ripartizione degli utili secondo l'art. 2492; prestazioni accessorie secondo l'art. 2478, versamenti non eseguiti ecc.). Anche A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, op. cit., 433 che afferma «ove un soggetto già socio acquisti un'ulteriore quota, questa formerà insieme con quella già da lui posseduta un tutto unico, salvo che vi osti l'eventuale diversità del loro regime giuridico, per quanto attiene p. es. a privilegi od obblighi di prestazioni accessorie.» parimenti, F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, cit., 551 nt. 5. Anche G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 159 e ss. che, differenziandosi dalla dottrina quasi unanime dell'epoca, riteneva addirittura che fosse possibile la titolarità di più quote in capo ad un solo socio fin dalla fase costitutiva in ragione della «mancanza di un qualsiasi interesse sostanziale che possa giustificare, nel contesto della disciplina italiana del tipo di società considerata, il divieto di titolarità di più quote. Mentre non mancano a reclamare la sua ammissione interessi meritevoli di tutela.»

Contra V. SALANDRA, *L'impresa commerciale, Le società commerciali*, cit., 589 il quale ritiene che «quando un socio acquista la quota di un altro socio, è da ritenere (sebbene ciò non sia espressamente disposto) in conformità della natura giuridica della quota di

individuarono una deroga all'anzidetto principio proprio in relazione alle quote destinatarie di diritti diversi: ferma l'unicità della quota in caso di acquisti successivi, essa veniva meno quando vi ostasse la diversità dei diritti connessi alla quota al fine di agevolare il calcolo e l'esercizio delle prerogative sociali. Ad avviso, dunque, di questa dottrina la diversità ineriva la partecipazione in sé e per sé. Più in generale, l'orientamento prevalente, quand'anche restio a derogare al principio di unitarietà della quota, riteneva ben possibile per l'autonomia statutaria prevedere quote «tutte diverse l'una dall'altra, e non solo per il loro ammontare ma anche per il contenuto di posizioni soggettive corrispondenti ad esse»¹¹⁴, senza che a ciò ostasse il divieto per il socio di rilevare più quote sociali. D'altronde, era la stessa legge all'art. 2492 c.c. a consentirlo, ammettendo quote privilegiate nella ripartizione degli utili. Ferma restando l'ammissibilità di una differenziazione contenutistica della quota¹¹⁵, la sua unitarietà veniva più che altro invocata per negare ingresso nella s.r.l. all'istituto tipicamente azionario delle «categorie di azioni» e, dunque, per contestare che le quote potessero differenziarsi in serie omogenee ed essere sottoposte alla disciplina degli organi di categoria. Ad avviso di autorevole dottrina, infatti, le quote sociali mancavano del presupposto dell'uguaglianza di valore e contenuto per una loro diversità seriale, trattandosi di partecipazioni potenzialmente disomogenee sia in relazione al valore nominale che alle prerogative in esse racchiuse¹¹⁶. A tale opinione

misura dei diritti sociali di ciascun socio, che la quota acquistata si conglobi con quella che era già in possesso del socio acquirente (...) e non che le due quote rimangano distinte.» In questo senso anche A. BRUNETTI, *Società a responsabilità limitata*, cit., 120; E. SOPRANO, *Il libro del lavoro del nuovo Codice civile (lineamenti e motivi)*, cit., 255; G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 34;

¹¹⁴ G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 164.

¹¹⁵ L'orientamento quasi unanime riteneva le quote differenziabili per l'attribuzione di diritti diversi che non venivano, invece, attribuiti al singolo socio. L'unica opinione contraria riscontrata era di G. FERRI, *Le società*, cit., 523 secondo cui era possibile prevedere diritti speciali da attribuire al singolo in quanto tale «essendo la quota in funzione della persona del socio e non una entità oggettivamente caratterizzata». In giurisprudenza parimenti contrario Trib. Udine, 11 ottobre 1994, in *Dir. fall.*, 1995, II, 699 che esclude la creazione di quote privilegiate, consentendo l'attribuzione ai soci di diritti che non circolano con la cessione della quota.

¹¹⁶ G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 161 e ss. In giurisprudenza v. Trib. Trieste, 2 giugno 1994 in *Società*, 1995, 86 e ss. con nota di R. RORDORF, *Azioni e quote di società postergate nella partecipazione alle perdite* che condivide l'opinione dottrinale secondo la quale nella s.r.l. non si potrebbero creare categorie in senso tecnico

si contrapponeva quella di altra parte della dottrina che ben riteneva possibile creare vere e proprie *categorie di quote* con l'ammissibilità in via statutaria di un'organizzazione di categoria¹¹⁷.

3.4. I caratteri della partecipazione inerenti al piano circolatorio: la divisibilità della quota e il divieto di rappresentazione delle quote in azioni

L'originaria disciplina della s.r.l., inoltre, consegnava una partecipazione sociale che, per espressa previsione normativa, risultava divisibile (previgente art. 2482) e non rappresentabile in titoli di credito

tutelabili con il meccanismo delle assemblee speciali. Trib. Monza, 15 gennaio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, 787 con nota di M. DINI, *Categorie speciali di quote di società a responsabilità limitata*.

117 A. BRUNETTI, *Società a responsabilità limitata*, cit, 130 secondo cui nonostante il mancato richiamo all'art. 2348 e nonostante la regola della disuguaglianza di valore delle quote sarebbe stato ben possibile nell'atto costitutivo favorire uno o più soci tramite «diritti insiti nella partecipazione». L'a. arrivava così ad ammettere la previsione di privilegi nella distribuzione degli utili, nel rimborso del capitale in sede di liquidazione, nella sottoscrizione di nuove azioni in sede di aumento di capitale ed anche in relazione al diritto di voto, ritenendo possibile l'attribuzione di un numero maggiore di voti. Ad ogni modo, egli nulla affermava in merito alle assemblee speciali. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, 350 secondo cui invece nulla si oppone «nella struttura della s.r.l. o nella natura della quota a che l'atto costitutivo possa prevedere un'assemblea speciale della categoria di quote pregiudicate dalla deliberazione dell'assemblea generale», mancando la quale la delibera pregiudizievole dovrebbe ottenere l'approvazione di ogni singolo socio pregiudicato. Negli stessi termini G. RACUGNO, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enc. dir.*, vol. XLII, Milano, Giuffrè, 1990, 1056. G. SANTINI, *La società a responsabilità limitata*, cit., 35 che riteneva ammissibili, non quote a voto plurimo o a voto limitato per il disposto dell'art. 2485, ma quote con prestazioni accessorie, quote privilegiate nella distribuzione di utili, quote di godimento e sottolineava come il mancato richiamo alla disposizione normativa in tema di s.p.a sulle assemblee speciali si giustificava in ragione della struttura più intima della s.r.l., «preferendo lasciare, dunque, alla volontà di ciascuno di essi le decisioni in materie che pregiudichino i loro diritti». Parimenti, M.G. PAOLUCCI, *Le quote di partecipazione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVII, t. III, Utet, Torino, 2010, 277 e M. DINI, *Categorie speciali di quote di società a responsabilità limitata*, cit., 792 che ritengono possibile prevedere in via statutaria un'organizzazione basata sulle assemblee speciali. Descrivono i diversi orientamenti ante riforma del 2003 A. DACCO', *"Diritti particolari" e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2004, 102 e ss. e A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, Giuffrè, 2009, 31 e ss.

(previgente art. 2472, 2 comma). Queste componenti dello statuto originario della partecipazione sociale nella s.r.l. rappresentavano in modo emblematico il compromesso raggiunto dai compilatori in sede di introduzione della s.r.l., vale a dire di una forma sociale che, quand'anche di stampo capitalistico, fosse al contempo e, diversamente della vicina società per azioni, confacente a compagine sociali più ristrette.

É proprio alla luce dell'adesione all'indirizzo capitalistico, consacrata nella previsione della libera circolazione delle quote sociali, che si spiega la disposizione relativa alla divisibilità della quota, deputata a stemperare il peso del principio "un socio – una quota sociale" sul piano circolatorio tramite la possibile suddivisione della partecipazione in autonomi multipli di mille lire, potenzialmente oggetto di separati atti di disposizione *inter vivos* o *mortis causa*.

Da questo punto di vista, il carattere di divisibilità della quota, quale corollario del principio di unicità¹¹⁸, ne rappresenta un necessario contrappeso in un contesto normativo volto ad assicurare, sebbene in misura ridotta, un certo dinamismo circolatorio delle partecipazioni sociali. In questi termini, allora, si spiega l'unica eccezione al carattere unitario della partecipazione sociale e la conseguente previsione di un'unicità intesa in termini relativi. Fin dalle prime interpretazioni del previgente art. 2482 c.c., infatti, la dottrina è stata costante nel ritenere che la divisione della «*quota a titolarità individuale* non è mai fine a sé stessa, ma è coordinata ad uno o più atti dispositivi, rispetto ai quali si pone in un rapporto di consequenzialità»¹¹⁹, censurando ogni ulteriore e diverso frazionamento della quota¹²⁰.

¹¹⁸ La previsione normativa di cui al previgente art. 2482 in tanto si giustifica, in quanto la quota di partecipazione alla s.r.l. è concepita come singola ed unitaria per ciascun titolare. Da questo punto di vista, è senz'altro corretto ritenere che la divisibilità non sia che un carattere della quota ancillare rispetto a quello dell'unicità. Anzi, come sarà successivamente osservato, il carattere di unitarietà della quota sociale è stato desunto dalla dottrina, tra le altre cose, proprio dall'espressa consacrazione della divisibilità delle quote sociali in sede di circolazione.

¹¹⁹ G. M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 262.

¹²⁰ Nel senso che la quota è e deve essere intesa unitariamente relativamente al socio che ne diviene titolare di volta in volta. G. GORLA, *Le società secondo il nuovo codice. Breve guida pratica*, cit., 99 che specifica che «le quote sono divisibili soltanto a seguito di intestazione a nuovi soci per successione o per alienazione: non è ammissibile che un socio suddivida *la sua quota* in diverse quote, pur restandone unico titolare; e ciò perché l'entità sociale unitaria non è data da una frazione del capitale ma dalla persona del socio.»

Per respingere ulteriormente il macigno del divieto di titolarità plurima delle quote sociali, la dottrina ha da sempre ritenuto opportuno enucleare tra i menzionati atti dispositivi anche quelli costitutivi di diritti di godimento o di garanzia sulla quota di s.r.l., così come quelli conseguenti all'espropriazione della quota o al suo sequestro. Si è così soddisfatto l'interesse del socio a far gravare gli anzidetti vincoli solo su una frazione della partecipazione sociale, soprattutto là dove l'ammontare del credito tutelato in via esecutiva risulta inferiore al valore della quota da pignorare¹²¹. Non si è mai dubitato, inoltre, della legittimità di clausole che espressamente dispongano la indivisibilità delle partecipazioni sociali o che indirettamente pervengano a tale risultato, vietando il trasferimento parziale della quota di partecipazione¹²², oppure sancendo un valore

¹²¹ In questo senso G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 261; Id., *Sulla divisione delle quote sociali*, in *Riv. soc.*, 1974, 531 e ss. che afferma la divisibilità della quota attraverso la costituzione di pegno, oppure, attraverso la creazione per atto tra vivi di diritti reali di godimento per l'impossibilità di individuare interessi contrari a quello del socio a costituire l'anzidetto diritto anziché sull'intera quota su una parte di essa. Quanto all'espropriazione parziale, l'a. ritiene che nella fattispecie "alienazione" di cui al previgente art. 2482 rientrano anche la vendita e l'assegnazione conseguente ad espropriazione della quota, sottolineando che «quando il valore dell'intera quota sia esorbitante rispetto al credito, il pignoramento possa colpire *ab initio* soltanto una frazione della quota stessa ovvero possa essere in tal senso successivamente ridotto, su istanza del debitore o d'ufficio.» Ammettono l'espropriazione parziale anche G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 144 e A. BONSIGNORI, *Espropriazione della quota di società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 1961, 185-186. Più di recente invoca, parimenti, la divisibilità della quota ai fini della costituzione di diritti reali o di vincoli giudiziari su una parte della quota M. CIAN, "Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative in *Giur. comm.*, 2021, 410; Id., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 829 con particolare riguardo all'espropriazione parziale; Trib. Milano, 23 settembre 2017, annotata in senso critico da F. PLATANIA, *Sequestro conservativo e divisibilità di quota di s.r.l.*, in *Società*, 2018, 580 e ss.

¹²² Per le clausole statutarie di intrasferibilità parziale delle quote di partecipazioni di s.r.l. che, consentendo al socio di trasferire la propria partecipazione solo integralmente, ne vietano indirettamente la divisione si veda Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 201, 5 luglio 2022, *Clausole statutarie di intrasferibilità parziale delle azioni o quote*.

nominale minimo alla quota¹²³ o la sua intrasferibilità assoluta¹²⁴. Controverso era ed è anche oggi, invece, l'effetto che esse, e in particolare la clausola di indivisibilità, avrebbero sull'espropriazione parziale della quota sociale: all'opinione secondo la quale esse la precluderebbero, anche quando il valore della quota sia esorbitante rispetto al credito¹²⁵, si contrappone quella di coloro i quali ritengono applicabile la disciplina che riguarda l'espropriazione della quota non liberamente trasferibile, ora riportata all'art. 2471, terzo comma c.c.¹²⁶.

¹²³ M. MALTONI, *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, v. III, artt. 2452- 2497 *septies*, Padova, Cedam, Milano, 2005, 1818 e 1819; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468 c.c. in Il nuovo diritto societario*. Commentario diretto da Cottino G.-Bonfante G.-Cagnasso O.-Montalenti P., II, Bologna, 2004, 1800 secondo cui non sussistono ragioni per escludere che le parti stabiliscano statutariamente una regola analoga a quella contenuta nel previgente art. 2474 ovvero che la quota debba avere un determinato valore minimo.

¹²⁴ R. ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, 479 e ss. che sottolinea come l'indivisibilità sia una normale conseguenza dell'intrasferibilità assoluta delle partecipazioni; L.A.BIANCHI, A. FELLER, *art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi L.A., Commentario alla riforma delle società, diretto da Marchetti P.-Bianchi L.A.-Ghezzi I.-Notari M., Egea, Milano, 2008, 309, parimenti questi autori individuano un'unica eccezione alla divisione della quota in caso di morte di un socio e scioglimento della comunione ereditaria; G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 260; A. BRUNETTI, *Società a responsabilità limitata*, cit., 138; A. GIULIANI, *La società a responsabilità limitata: formalità e adempimenti*, cit., 36 Parzialmente d'accordo è P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, Torino, Giappichelli, 2011, 158.

¹²⁵ G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 268 secondo il quale la clausola di indivisibilità ha efficacia preclusiva della espropriazione parziale affermando la «prevalenza dell'interesse della società (a non veder frazionate e moltiplicate le partecipazioni) sull'interesse del socio (a conservare una ridotta partecipazione nella società); interesse di cui il socio del resto ha disposto, con la sottoscrizione dell'atto costitutivo contenente la clausola in esame o con il successivo acquisto della quota individuale»; parimenti A. BONSIGNORI, *Espropriazione della quota di società a responsabilità limitata*, cit., 186 il quale ritiene prevalente l'interesse della società a non dividere la quota; M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, cit., 410.

¹²⁶ Secondo G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 144 l'indivisibilità statutaria della quota costituisce un limite alla circolazione della partecipazione tale da consentire l'attivazione del meccanismo dell'art. 2471, 3 comma c.c. il quale potrebbe anche concludersi con l'aggiudicazione di frazioni di quota a soggetti diversi là dove non si raggiunga un accordo volto ad evitare il frazionamento o la società non presenti un soggetto disposto ad acquistare la quota nella sua interezza. Negli stessi termini e

Nella prospettiva della tendenziale chiusura della società e dell'allontanamento delle sue partecipazioni dal mercato di borsa, invece, si giustificava (e si giustifica) la fondamentale previsione del divieto di rappresentazione delle quote in azioni, tutt'ora vigente. A prescindere dalle ulteriori implicazioni interpretative desunte dal divieto e oggetto di approfondito vaglio nel prosieguo, esso, agli occhi della dottrina unanime, precludeva alla società a responsabilità limitata di emettere titoli di credito atipici, sia individuali che di massa, ai fini della circolazione della partecipazione sociale. Fermo restando questa preclusione, da cui in passato si desunse anche quella relativa alla circolazione scritturale delle quote e, dunque, alla loro rappresentazione in valori scritturali¹²⁷, si riteneva che invece la quota potesse essere rappresentata in documenti, i c.d. certificati di quota, i quali assolvevano esclusivamente ad una funzione probatoria, senza assumere rilievo ai fini della cessione della partecipazione¹²⁸.

Ad ogni modo, era già la sostenuta impossibilità a monte di predisporre partecipazioni tipo perfettamente fungibili ed omogenee che precludeva a valle l'emissione di titoli di massa, di documenti cioè «emessi in quantità notevole a causa di un'unica operazione collettiva di investimento, i quali presentano caratteristiche omogenee per ciascuna serie sicchè ciascun titolo è fungibile con altro del medesimo taglio»¹²⁹. L'enunciazione esplicita del divieto ostacolava qualsiasi tentativo di cartolarizzare le quote e segnava un elemento peculiare della quota sociale, distinguendola fortemente dalla partecipazione azionaria, il cui tratto caratteristico consisteva, di converso, nella rappresentabilità della stessa in titoli di credito. Quand'anche la quota presentasse un'attitudine alla

più di recente F. BRIOLINI, sub art. 2471, *L'espropriazione della partecipazione sociale*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 398, e E. FREGONARA, *L'espropriazione della partecipazione nella S.r.l. e limiti alla circolazione. Società versus creditori*, Milano, Giuffrè, 2018, 36.

¹²⁷ V. per tutti G. ZANARONE, sub art. 2468 c.c. sub art. 2468 c.c., in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in Commentario Schlesinger, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 508 e ss. che desunse l'impossibilità di dematerializzare le quote dal divieto di rappresentazione delle quote in azioni, poi trasposto all'art. 2468, stante la somiglianza tra la disciplina prevista agli artt. 83 bis t.u.f. e quella che regola la circolazione cartolare nel codice civile.

¹²⁸ Per tutti G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 506, nt. 11; A. BRUNETTI, *Società a responsabilità limitata*, cit., 127; L. MOSSA, *Società a responsabilità limitata*, cit., 292; *Relazione del Guardasigilli al progetto ministeriale del Codice di Commercio*, cit., n. 1005.

¹²⁹ La nota definizione è di G. CASTELLANO, *I titoli di massa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1987, I, 22

circolazione, l'impossibilità di collegarla ad un titolo circolante di massa, in combinato disposto con il divieto implicitamente desunto di standardizzazione della stessa, circoscriveva significativamente il perimetro delle sue vicende traslative e, in particolare, riduceva le possibilità di una sua diffusione presso il pubblico risparmio. Il divieto in questione, unitamente all'interdizione all'emissione di obbligazioni di cui al previgente art. 2486, 3 comma c.c.¹³⁰, risultava funzionale a disincentivare l'apertura della s.r.l. ai mercati, promuovendo piuttosto il reperimento di risorse per il finanziamento dell'attività sociale tramite forme di raccolta privata.

Dunque, la circolazione era sì propizia alla quota sociale ma non con ritmo e fondamento uguali alla società per azioni e quand'anche la vocazione pubblica mal si conciliasse con la s.r.l, restava l'assenza di una qualsiasi norma che espressamente proibisse l'accesso al mercato del capitale di rischio da parte di questo tipo sociale. Per queste ragioni

¹³⁰ Coerentemente a quanto riferito nel testo, anche il divieto di emettere le obbligazioni viene spiegato in base all'incompatibilità della s.r.l. di accedere al pubblico risparmio. In questo senso la *Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942*, cit., n. 1015 sottolinea che le obbligazioni sono una prerogativa della s.p.a. in quanto «collettore sempre più importante del risparmio». In questo senso anche G. SANTINI, *La società a responsabilità limitata*, cit., 200. Anche P. BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, 360 che afferma «la naturale inclinazione al pubblico risparmio propria dei titoli obbligazionari sarebbe dunque antitetica alle peculiarità dell'organizzazione, non del patrimonio, propria della s.r.l., la quale di per sé sola non darebbe garanzie sufficienti ad accogliere, sia pure sotto forma di capitale di credito, il risparmio anonimo, ma resterebbe *ex lege* costretta a reperire le risorse in forma privata»

probabilmente la dottrina¹³¹ e la giurisprudenza¹³², quando la fattispecie dei valori mobiliari ricevette una definizione legislativa con l'art. 12 della L. 23 marzo 1983 n. 77 e fu definitivamente sganciata dalla categoria dei titoli di massa¹³³, non esitarono a ricondurre anche le quote di s.r.l. a tale

¹³¹ G. MOGLIA, *L'offerta al pubblico di quote di società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, 1267 e ss.; B. LIBONATI, *Commento all'art. 12 L. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984, p. 513 e ss.; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1993, 145 e 153 e ss. CONSOB, nota n. 89000936 del 10 marzo 1989 in *Riv. soc.*, 1989, 525. Tutti i menzionati autori e la Consob facevano leva sull'estensione della nozione di "valore mobiliari" di cui all'art. 18 *bis* della L. n. 216 del 1974 che testualmente recitava "Per valore mobiliare è da intendersi ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od esteri; ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile o non; ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopra indicati ed ivi compresi i titoli emessi dagli enti di gestione fiduciaria di cui all'art. 45 del testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private". Detta definizione, facendo riferimento a certificati rappresentativi di interessi anche non negoziabili così come rappresentativi di diritti in società di qualsiasi tipo, consentiva di includere anche le quote in s.r.l., per quanto non incorporabili in titoli di credito. In particolare, tenendo altresì conto del primo comma dell'art. 18 della citata legge secondo cui "possono procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico di valori mobiliari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, anche convertibili, e di altre attività finanziarie soltanto le società per azioni con sede in Italia, le società estere debitamente autorizzate, secondo le norme vigenti, o loro rappresentanti, gli enti pubblici, nonché le azioni speciali, con bilancio in pareggio, delle regioni, province e comuni, singole o consorziate, anche aventi autonoma personalità giuridica, istituite per la gestione di servizi di pubblica utilità, con patrimonio assegnato e conferito di almeno due milioni", detti autori ritenevano che la citata disposizione fosse circoscritta ai soli soggetti offerenti e non emittenti, sicché la s.r.l. avrebbe potuto procedere all'offerta pubblica di sottoscrizione delle proprie quote, fermo restando che solo le società per azioni avrebbero potuto lanciare un'offerta pubblica di vendita di detti titoli atipici.

¹³² Pret. Roma, Sez. VII, 27 marzo 1987, inedita e citata da G. MOGLIA, *L'offerta al pubblico di quote di società a responsabilità limitata*, *cit.*, 1279.

¹³³ G. CASTELLANO, *op. ult. cit.*, 23 secondo il quale in ragione della corrispondenza della distinzione tra titoli di massa e individuali a quella francese tra *effects de commerce* e *valeurs mobilières* « *valeurs mobilières, securities* e titoli di massa possono intendersi come sinonimi, i quali contraddistinguono il medesimo fenomeno dei *titoli di investimento*». In seguito alla citata legislazione di nuovo conio la dottrina era concorde nel ritenere che il concetto di valore mobiliare si fosse emancipato da quello di titolo di credito. In questo senso, oltre agli autori citati nella nota successiva, anche G. FERRARINI, *I nuovi confini del valore mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1989, 743 e ss.

fattispecie. A tale riguardo, si riteneva che l'ampia nozione di valore mobiliare contenuta nella nuova legge non presupponesse «né l'emissione di un titolo di credito, né che l'importo globale dell'emissione (fosse) suddiviso in frazioni eguali e fungibili»¹³⁴. Detta considerazione, unitamente all'interpretazione dell'art. 18, primo comma della legge sopra citata – fondata sulla limitazione della riserva ivi contenuta in favore delle sole società per azioni alle sole offerte pubbliche di vendita di valori mobiliari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni -, induceva una parte della dottrina a ritenere possibile per una s.r.l. l'attività di emissione per pubblica offerta delle proprie quote. L'anzidetta opinione, comunque, non era unanimemente condivisa: autorevoli autori dell'epoca, pur concordando sulla riconduzione delle quote di s.r.l. alla categoria di valori mobiliari, ritenevano che a questo tipo sociale fosse preclusa non solo l'attività di negoziazione delle proprie quote sul mercato secondario, ma anche quella di primo collocamento¹³⁵.

¹³⁴ B. LIBONATI, *op. cit. ult.*, 510.

¹³⁵ In questo senso G. ZANARONE, *S.r.l. contro s.p.a. nel cammino della riforma*, in *Giur. comm.*, 1995, 401 il quale interpreta nei termini sopra descritti l'emergente disciplina sulla sollecitazione del pubblico risparmio introdotta dalla L. 13 marzo 1983, n. 77 agli art. 18 e ss. della L. 7 giugno 1974, n. 216, arrivando, sulla scorta di tale lettura della normativa, ad affermare che il criterio discrezionale tra i due tipi di società di capitali è rappresentato dalla possibilità per la s.p.a. e dall'impossibilità per la s.r.l. di collocare le proprie quote mediante sollecitazione del pubblico risparmio sì da individuare una distinzione analoga a quella inglese tra *public* e *private company*. V. anche G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, Liguori Editore, 1989, 130 che interpreta l'art. 18, primo comma, seconda parte ritenendo che «la sollecitazione del pubblico risparmio è libera per quanto attiene alle azioni e alle obbligazioni, ed è invece limitata a soggetti qualificati riguardo agli altri valori mobiliari», intendendo per sollecitazione sia quella che avviene da parte dello stesso emittente, sia quella che avviene da terzi. M. SPOLIDORO, *Il tipo s.r.l.: ragioni di una scelta*, in *Riv. not.*, 1991, 16 e ss. il quale individua il tratto distintivo principale tra s.r.l. e s.p.a. proprio nella «mancanza per le società a responsabilità limitata di una vocazione al mercato dei capitali» sia nel ruolo di emittente che di offerente. In questo senso anche G. RACUGNO, voce *Società a responsabilità limitata*, *cit.*, 1047. In giurisprudenza Trib. Torino, 14 maggio 1985 in *Giur. comm.*, 1986, 217 con nota di D. PREITE, *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*; Cass. 17 febbraio 1995, n. 1738 in *Foro it.*, 1996, 1407 che, in un caso di abusiva raccolta di capitale di credito da parte di una s.r.l., afferma quanto segue: «l'art. 18 l. 216 del 1974 (sostituito dall'art. 12 l. 77/19883) lungi dal legittimare l'operato della società, chiaramente finalizzato ed eludere il divieto di emettere obbligazioni imposto alle società a r.l. dall'art. 2486, 3° comma, c.c., sancisce per dette società l'ulteriore divieto, penalmente sanzionato, di «procedere all'acquisto o alla vendita mediante

Avendo riguardo al quadro normativo codicistico dell'epoca, detto orientamento risultava preferibile. Infatti, quand'anche non sussistesse all'epoca una norma che impediva alla s.r.l. la sollecitazione del pubblico risparmio, l'esclusione dell'emissione dei titoli, azionari ed obbligazionari, unitamente al divieto di costituzione della società per pubblica sottoscrizione, lasciavano chiaramente trasparire l'intenzione legislativa di disincentivare l'accesso ai mercati, anche considerando che all'epoca dell'emanazione del Codice civile le azioni e le obbligazioni costituivano gli strumenti di raccolta del pubblico risparmio per antonomasia, sicché limitare la loro creazione alla s.p.a. equivaleva a limitare la sollecitazione del risparmio anonimo ed inconsapevole¹³⁶. Detta limitazione, inoltre, già all'epoca fu elevata da autorevoli autori a carattere essenziale della s.r.l.¹³⁷

3.5. Una critica all'originaria concettualizzazione dei caratteri della quota

Diversamente dalla divisibilità, che poteva intendersi come carattere naturale della partecipazione sociale poiché passibile di soppressione o modificazione dall'autonomia privata, l'unicità della quota e il correlato divieto di rappresentazione delle quote in azioni sono stati intesi, fin dalla loro enunciazione positiva, come caratteri *essenziali* della s.r.l. e, in quanto tali, inamovibili dai soci contraenti.

L'esame delle disposizioni codicistiche da cui la dottrina desumeva il principio "un socio-una quota sociale" e quello susseguente di unitarietà

offerta al pubblico di valori mobiliari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni», riservando tali operazioni alle società per azioni e ad altri enti tassativamente indicati nella stessa norma.»

¹³⁶ In questo senso P. BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, cit., 351 il quale perviene all'affermazione di cui al testo, sottolineando anche che il noto fenomeno dei titoli atipici e degli investimenti alternativi del risparmio che indusse poi il legislatore ad intervenire introducendo con la l. n. 77/1983 l'art. 18 bis l. 216/74 e la nozione ivi contenuta di valore mobiliare esplose solo successivamente, intorno alla metà degli anni Ottanta. Ritiene, dunque, che la delimitazione dell'emissione dei titoli in oggetto equivaleva, in considerazione della loro importanza quali unici strumenti elaborati in quell'epoca dalla prassi economica e diffusi nei mercati mobiliari, a delimitare pure l'accesso al mercato. Tale conclusione, ad avviso dell'autore, non è smentita dall'introduzione successiva della nozione di valore mobiliare, emanata per tenere conto della varietà di forme di investimento introdotte nel tempo dalla prassi finanziaria, ritenendo che «di per sé sola l'evaporazione della nozione di valore mobiliare non può condurre anche all'apertura del mercato in via indiscriminata ed incondizionata a tutte le imprese, quale che ne sia la struttura.»

¹³⁷ P. BENAZZO, *op. ult. cit.*, 356; G. ZANARONE, *op. ult. cit.*,

consente, d'accordo con questa dottrina, di ritenere che la disciplina primordiale della s.r.l., a prescindere dalla sua derogabilità o meno, escludeva l'adozione della tecnica azionaria di divisione del capitale sociale. Non può, però, affermarsi con altrettanta certezza che dalla previgente normativa fossero desumibili queste peculiarità della partecipazione, così come concettualizzate, e le implicazioni che ne sono state tratte. Parimenti, non può condividersi la valenza imperativa di questi principi.

I primi commentatori della disciplina codicistica, suggestionati probabilmente dall'esperienza nelle province di Trento e Trieste, hanno accostato il paradigma di partecipazione della s.r.l. a quello della «quota unica permanente» di fonte austriaca, nonostante il codice non fornisse indici a favore di questo modello, né tantomeno a favore di quello della «quota unica iniziale» di derivazione tedesca. La dottrina prevalente, infatti, riteneva che, quantomeno nel caso di quote ordinarie, la partecipazione non potesse che aumentare in conseguenza di trasferimenti o sottoscrizioni in seno ad operazioni di aumento di capitale.

Nel prescrivere che le quote possano avere un diverso valore nominale, il legislatore sembrerebbe aver imposto l'acquisizione individuale all'atto costitutivo della società di un'unica quota-parte, ammesso che, prevedendone la possibile disuguaglianza, ha impedito che la quota di partecipazione possa comporsi in frazioni uguali e predeterminate, assimilabili a quelle che danno la misura della partecipazione azionaria. In effetti, l'uso dell'espressione «*possono essere di diverso ammontare*» di cui al previgente art. 2474, 2 comma c.c. è funzionale a tenere conto dell'eventualità, tutt'altro che scontata in un'impresa di modeste dimensioni e tendenzialmente di carattere familiare, di un identico apporto al capitale sociale. Non sembrerebbe, invece, ammettersi una clausola contraria, che prescrivendo l'uguaglianza delle quote, soprattutto se di esiguo valore, comporterebbe una titolarità plurima delle stesse in capo al singolo socio, in spregio all'anzidetta norma.

Si ritiene però, diversamente dalle opinioni maggioritarie dell'epoca, che dalla previsione citata non possano ricavarsi impedimenti a che il socio divenga titolare di plurime partecipazioni nel corso della vita sociale e che, dunque, l'acquisto di un'ulteriore quota in conseguenza di un atto dispositivo o di un aumento di capitale comporti un indispensabile accrescimento della sua quota di partecipazione. Parimenti, è a dirsi analizzando la prescrizione della naturale divisibilità delle quote in occasione di vicende dispositive di cui all'art. 2482 c.c. Da detta norma è dato desumere la necessità dell'acquisto di un'unica quota da parte del

socio nella fase iniziale dell'attività sociale: se il socio, infatti, potesse all'atto costitutivo rilevare più quote, non avrebbe senso alcuno la prescrizione della loro naturale divisibilità. La previsione della possibilità di un frazionamento solo in casi tassativi impedisce sicuramente al socio di scindere in via arbitraria la partecipazione sì da creare delle quote autonome ma non implica la necessaria confluenza di una successiva quota nell'ambito dell'unitaria partecipazione sociale.

Le norme esaminate sono di chiara ispirazione austro-germanica. Nondimeno, nelle legislazioni di derivazione esse sono accompagnate, come si è visto, da un'ulteriore disposizione che esplicitamente sancisce la caratteristica dell'unitarietà della quota sociale, o al solo momento costitutivo della società, o in ogni momento della vita sociale. Risulta così chiaramente in quegli ordinamenti l'opzione di fondo per un modello di partecipazione o per un altro. La nostra normativa non presenta la medesima intellegibilità: né il Codice civile, né i lavori preparatori che l'hanno preceduto o la relazione che l'ha accompagnato fanno espresso riferimento al principio di unicità in un senso o nell'altro.

La vaghezza della disciplina non consente di approdare con facilità all'interpretazione, nettamente maggioritaria, che di regola veniva fornita delle citate disposizioni: anzi, sembrerebbe che dalle stesse possa ricavarsi la scelta per una divisione personalistica del capitale sociale con conseguente divieto per il singolo socio di cumulare più quote in sede di costituzione della società, in conformità però al regime della quota unica iniziale, piuttosto che a quello della quota unica permanente.

A conforto di questa considerazione può anche rilevare un rapido confronto tra *GmbH-Gesetz* tedesca e austriaca in relazione alla divisibilità della quota, carattere ancillare all'unitarietà. La previsione di cui al § 79 (1) della legge austriaca, coerentemente allo schema di partecipazione sociale permanentemente unitaria, sancisce la sua indivisibilità, salva diversa previsione statutaria¹³⁸. Contrariamente, la legge tedesca al § 16 (3)¹³⁹ prevede la naturale divisibilità della quota, sebbene con il consenso della società. Propendendo la legge italiana al riguardo per una soluzione

¹³⁸ Il § 79 (1) dispone ancora oggi che «*Die Teilung eines Geschäftsanteiles ist, den Fall der Vererbung ausgenommen, nur zulässig, wenn im Gesellschaftsvertrage den Gesellschaftern die Abtretung von Teilen eines Geschäftsanteiles gestattet ist.*»

¹³⁹ Il § 16 (3), che con la riforma *MoMiG* è stato modificato, disponeva «*Im Gesellschaftsvertrag kann bestimmt werden, daß für die Veräußerung von Theilen eines Geschäftsanteils an andere Gesellschafter, sowie für die Teilung von Geschäftsanteilen verstorbener Gesellschafter unter deren Erben eine Genehmigung der Gesellschaft nicht erforderlich ist.*»

analoga a quella tedesca, risulta maggiormente opportuno intendere l'unitarietà della quota sociale alla maniera germanica e ritenere lecita la titolarità di più quote nel corso della vita sociale, anche se di diverso ammontare e ordinarie.

La conclusione raggiunta non consente di escludere, nel contesto del previgente regime normativo, l'eventualità di una previsione statutaria che introduca anche nella s.r.l. partecipazioni-tipo, di identico valore nominale ed indivisibili, abbandonando anche lo schema della "quota unica iniziale" e optando per quello della pluralità di partecipazioni. Impeditivo al riguardo potrebbe essere esclusivamente il già citato divieto di rappresentazione delle quote in azioni. Detta disposizione, che in passato all'art. 2472, 2 co. c.c. dava la "nozione" di società a responsabilità limitata e da cui la dottrina maggioritaria desume ancora oggi un'ulteriore conferma dell'unitarietà, si ritiene che racchiuda un tratto strutturale della s.r.l. Da ciò, la ritenuta natura imperativa della disposizione e il suo fungere da limite invalicabile all'autonomia privata d'impresa che non potrebbe mai spingersi fino all'eliminazione di un elemento distintivo essenziale, pena un'inevitabile commistione tra tipi sociali¹⁴⁰.

Il punto cruciale dell'interpretazione secondo la quale il divieto non consentirebbe di superare il principio di unicità della quota risiede, come già rivelato, nella polisemia del termine azione e soprattutto nella circostanza che l'emissione dei titoli di credito nella società per azioni non

¹⁴⁰ G. ZANARONE, *Introduzione, cit.*, 87 che, individuando quali limiti all'autonomia statutaria nella s.r.l. nei rapporti endogeni tra soci quello dell'interesse pubblico e degli interessi di terzi (creditori o aventi causa della società), sottolinea come, allorché vengano in gioco gli interessi dei soci stessi, la norma che li dovrebbe tutelare, nel silenzio legislativo, è da considerarsi tendenzialmente derogabile. Nella s.r.l., infatti, la figura di socio presa in considerazione è quella di un soggetto interessato alla gestione o comunque in grado di influire su di essa sicché esso non necessita tendenzialmente di eterotutela e può dunque regolare i suoi interessi come meglio crede. Detto ciò, l'autore però individua un limite all'autonomia privata nelle norme che, a prescindere dalla natura degli interessi tutelati, debbano considerarsi inderogabili semplicemente perché «fissa(no) gli elementi distintivi di quest'ultima (s.r.l.) rispetto agli altri tipi societari o addirittura ad altre figure non societarie.» Le clausole contrarie alle norme tipologiche «dovranno ritenersi radicalmente nulle e perciò prive di effetto, nonché sostituite dalle norme imperative del codice organizzativo prescelto, giusta l'applicazione del combinato disposto di cui agli artt. 1339 e 1419, 2 comma c.c.». In questo senso F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 83 e ss., il quale, richiama G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario, cit.*, 75 e P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni, op. cit.*, 14 e ss. e P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica, cit.*, 46 e ss.

è un elemento essenziale ed imprescindibile della stessa, stante la facoltà introdotta dall'art. 8 R.D. del 7 giugno 1923, n. 1364 e poi confluita nell'art. 2346, 1 co. c.c. della non emissione¹⁴¹.

Partendo dal presupposto che così ragionando potrebbe addirittura negarsi che i soci nella s.r.l. possano sottoscrivere quote di partecipazione attributive del complesso di situazioni giuridiche discendenti dal rapporto sociale, indici più significativi, anche di carattere storico e comparatistico, inducono a dissentire dall'opinione maggioritaria, circoscrivendo il termine azione, nel contesto della disposizione attenzionata, a quello di «strumento tecnico per la circolazione della partecipazione sociale»¹⁴².

È innanzitutto incontestabile il rilievo per il quale tra l'adozione della tecnica azionaria, intesa come frazionamento del capitale sociale in unità minime, eguali ed indivisibili e la cartolarizzazione delle partecipazioni stesse sussista una fortissima connessione che parimenti può predicarsi rispetto all'apertura al mercato della società emittente. Come rileva autorevole dottrina, «il risparmio è sollecitato all'impiego in frazioni omogenee di operazioni di raccolta di rischio o di capitale di credito»¹⁴³, le quali assolvono maggiormente allo scopo là dove circolanti sottoforma di titoli di massa. Questa connessione, ad ogni modo, non è essenziale. Così come tra l'emissione dei titoli e la sollecitazione del pubblico risparmio non sussiste una relazione imprescindibile¹⁴⁴,

¹⁴¹ In questo senso v. G. FERRI, *Le società, cit.*, 443; C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni, cit.*, 206 che, riferendosi al divieto di rappresentazione di quote in azioni, precisa che «la formula legislativa sembra soprattutto riferirsi, nei suoi termini letterali, alla possibilità di emettere i titoli azionari. E' chiaro, però, come dimostra il carattere solo eventuale e facoltativo di tale emissione, che il tema deve essere inteso su un piano più vasto» e così giungeva a ritenere inammissibile nella s.r.l. la predisposizione di partecipazioni tipo; M. BIONE, *Le azioni, cit.*, 4 e ss.

¹⁴² N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, Giappichelli, 2007, 907.

¹⁴³ P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452 e 2462 del codice civile, cit.*, 6.

¹⁴⁴ Dottrina autorevole precisa anche l'insussistenza di un nesso essenziale tra emissione di titoli di massa e sollecitazione del pubblico risparmio, dal momento che «la disciplina della sollecitazione tutela l'interesse collettivo all'impiego informato e ponderato della ricchezza, mentre la disciplina dei titoli di credito, anche di massa, risolve un mero conflitto di interessi fra individui». In questi termini, G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, in *Governo delle imprese e mercato delle risorse. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. I, Milano, Giuffrè, 2002, 147 ma anche P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*², Torino, Giappichelli, 1994, 105

parimenti può ritenersi in merito al rapporto tra la predisposizione di partecipazioni tipo e la loro cartolarizzazione. O meglio, tra detti elementi sussiste una relazione necessaria in senso unidirezionale, stante l'esigenza per i titoli di massa di possedere i caratteri della fungibilità e della standardizzazione¹⁴⁵. Contrariamente, la strutturazione del capitale sociale in unità identiche ed indivisibili, sebbene di regola ad essa funzionale, non ne comporta l'automatica circolazione secondo la tecnica cartolare, fermo restando senz'altro la strumentalità di tale strutturazione ad una più frequente negoziazione delle sue componenti. Ma come l'analisi storica conferma, ciò che si intende, quanto meno in passato, scoraggiare è solo l'apertura della società ad un pubblico indifferenziato e la creazione di un mercato (secondario e primario) delle partecipazioni sociali che sia di massa. Sebbene il reperimento delle risorse finanziarie debba avvenire "a trattativa privata", il legislatore non intende precluderlo *tout court*, prevedendo ancora oggi il regime della libera trasferibilità delle quote, sicché l'attribuzione ai soci di quote eguali, indivisibili e cumulabili «favorirebbe le prospettive per la società di reperire le risorse di cui necessita senza bisogno di fare appello al pubblico risparmio»¹⁴⁶. Addirittura, alla luce di analoghe considerazioni, c'è chi ha sostenuto che, sulla base dell'adozione di un modello di circolazione delle quote tendenzialmente libero, il divieto in parola sarebbe idoneo a precludere esclusivamente l'emissione di titoli di massa, non impedendo in maniera assoluta alla quota di essere rappresentata in titoli cartolari¹⁴⁷.

e ss.; ID. *Dati titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, 16; F. MARTORANO, *I Titoli di credito, Trattato di diritto civile e commerciale Cicu- Messineo*, Milano, Giuffrè, 2002, 38.

¹⁴⁵ G. CASTELLANO, *I titoli di massa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1987, I, 22.

¹⁴⁶ G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, cit., 149.

¹⁴⁷ Prima della riforma del 2003 anche G. ZANARONE, *S.r.l. contro s.p.a. nel cammino della riforma*, cit., 399 e ss. sul presupposto che il legislatore intenda favorire per la spa, e impedire per la srl la raccolta di risparmio mediante offerta al pubblico delle proprie partecipazioni e che ad ogni modo esso nella seconda forma sociale intenda consentire comunque la circolazione delle partecipazioni, l'a. ritiene che il divieto di rappresentazione riguardi la sola emissione di titoli di massa che sono elettivamente idonei ad essere impiegati in occasione di un'operazione posta in essere con una quantità indeterminata di risparmiatori. Allo stesso modo N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 873 e ss. il quale arriva a sostenere che «non è fatto divieto di allestire certificati rappresentativi, purchè non emessi in serie circolanti secondo le regole e gli effetti proprio della circolazione dei titoli di credito, o meglio, dei titoli azionari», e V. DE STASIO, *Trasferimento della*

L'opinione qui sostenuta secondo la quale il divieto in parola sarebbe preclusivo della sola emissione di titoli di credito può essere rafforzata da ulteriori argomentazioni. Oltre a soccorrere la tesi di chi ritiene che, nonostante la facoltà riservata alle s.p.a. di non emettere titoli azionari, il concetto di azione gravita comunque sul suo essere documento incorporante la partecipazione sociale¹⁴⁸, rileva osservare che nella s.p.a. la delibera assembleare con cui si decida di non procedere alla distribuzione dei titoli è reversibile nello stesso modo in cui è stata adottata. In questo senso, potrebbe ritenersi che il divieto in esame si limiterebbe ad eliminare nella s.r.l. anche la mera *possibilità* di cartolarizzare le partecipazioni sociali¹⁴⁹.

Ragionando, ancora, attorno alla previsione di cui all'art. 2346, primo comma, la sua irrilevanza ai fini della prescrizione proibitiva oggetto di attenzione è anche testimoniata da un dato storico fondamentale e già messo a fuoco: l'essere stata detta norma concepita nel contesto del codice di commercio del 1882 quando alle funzioni dell'inesistente società a responsabilità limitata ha sopperito l'anonima per azioni in luogo dell'anonima per quote. È agevole desumere, anche in considerazione dell'allora diffuso fenomeno della *piccola anonima*, che il privare la società per azioni dell'atto tipico e strutturale di emissione dei titoli, sì da

partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti, cit., 56 ove sottolinea come il divieto riguardi l'emissione di detti titoli, cioè la tecnica che in ragione della standardizzazione e della sicurezza dell'acquisto appare idonea a contrattazione spersonalizzate; Id., *sub art. 2468*, in *Codice commentato della s.r.l.*, diretto da Benazzo P-Patriarca S., Torino, 2006, 127.

¹⁴⁸ A. DE MARTINI, *Voce Azioni e obbligazioni, cit.*, 12 poichè il significato più direttamente rispondente «ad essere carattere tipico e discriminatorio della s.p.a. e dunque maggiormente idoneo a definire la *species* azione nel *genus* delle partecipazioni sociali poichè in tutte le società azionarie la qualificazione comune, tipica, differenziale rispetto alle società non azionaria è la presenza dell'azione come «titolo azionario» e non come mera «partecipazione». L'a. aggiunge, a supporto della sua tesi, che la norma da cui è stato tratto il corollario che non costituisce elemento essenziale della s.p.a. l'emissione dei titoli, vale a dire l'art. 5 R.D. n. 239/1942, introduce una facoltà di esercizio di non emettere titoli che si «presenta, anche nella previsione legislativa, e soprattutto nel quadro della disciplina delle società per azioni, come una eventualità del tutto anomala e contingente, che non intacca il principio fondamentale e caratteristico della "emissione dei titoli azionari", ma si limita a *bloccarne*, nei limiti e per il tempo che l'assemblea ritenga di stabilire nell'interesse della società, la *concreta attuazione*, ferma rimanendo la sua potenziale idoneità a trovare nuovamente attuazione non appena cessate le ragioni contingenti e i particolari interessi che hanno informato la relativa delibera.»

¹⁴⁹ In questo senso A. GRAZIANI, *Diritto delle società, cit.*, 448.

intralciare la circolazione delle azioni, fosse volto a rafforzare il ruolo assolto dalla società anonima in un'epoca in cui non era ancora stata definita né risultava chiara la strada da intraprendere per assecondare le esigenze delle imprese di ridotte dimensioni¹⁵⁰. Quand'anche sia, dunque, ineliminabile il dato polisenso del termine azione, si è indotti a ritenere, alla luce delle anzidette considerazioni, anche di carattere storico, che il legislatore abbia inteso riferirsi alle azioni nel loro significato principale di *titoli azionari*, sicché deve concludersi nel senso che, già alla luce della normativa originariamente introdotta nel 1942, l'autonomia statutaria nella s.r.l. avrebbe potuto optare per quote seriali e standardizzate.

4. La riforma del 2003 e l'esaltazione dei caratteri personalistici della quota

La riforma del diritto societario del 2003¹⁵¹ segna un significativo cambiamento di rotta rispetto al passato per la s.r.l., distaccandola sul piano strutturale e regolamentare dalla s.p.a. per il tramite di un'esaltazione della sua connotazione personalistica, nonché della flessibilità negoziale, ed avvicinandola, di converso, alle società di persone. Si assiste così ad un ritorno in auge della s.r.l. di stampo personalistico, tanto agognata nei primi progetti legislativi degli anni Venti del secolo

¹⁵⁰ In questo senso N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., 262 il quale così spiega la nascita delle azioni non cartolarizzate, criticando la dottrina di cui si è dato conto in nt. 79 che riteneva come esse fossero volte ad assecondare esigenze transeunti o contingenti. A contrario, spiega l'a., che essendo la disposizione volta a permettere all'anonima per azioni di svolgere le funzioni proprie dell'anonima per quote, essa soddisfaceva «un'esigenza anche permanente- rispetto alla durata della società- di controllo sulla circolazione delle partecipazioni.»

¹⁵¹ D.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6- Riforma organica della disciplina della società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366 (pubblicato in G.U. gennaio 2003, n. 17). Per commenti che generalmente hanno riguardo alla s.r.l. nella riforma legislativa del 2003 si rimanda a G.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, cit., 683 e ss.; G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 58 e ss.; Id., *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2023, 9 ss.; M. RESCIGNO, *Osservazioni sul progetto di riforma del diritto societario in tema di società a responsabilità limitata* in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private (atti del convegno di Varese, 20- 21 settembre 2002)*, Giuffrè, Milano, 2003, 35 e ss.; P. BENAZZO, *La nuova s.r.l. tra tradizione e continuità: il ruolo degli interpreti*, in *Riv. soc.*, 2006, 647 e ss.; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, cit., 501; A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia statutaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm*, 2002, 652 e ss.

scorso e finalmente promossa dal legislatore delegante, contrapponendo il principio della rilevanza centrale del socio in materia di s.r.l. a quello della rilevanza centrale dell'azione in materia di s.p.a.¹⁵².

Dove la personalizzazione della s.r.l. era contrapposta in maniera icastica al diverso schema organizzativo della s.p.a. era, già nel passato, proprio nella disciplina della partecipazione sociale, con riguardo alla sua conformazione e alla sua circolazione. La riforma, muovendosi nell'ottica di emancipare la s.r.l. dal tipo capitalistico maggiore, esalta ulteriormente l'anzidetto tratto distintivo e conia, ancora una volta, uno schema di partecipazione sociale personalistico.

Dal nuovo impianto normativo della quota sociale, infatti, la dottrina ha rinvenuto una conferma dei suoi tradizionali caratteri personalistici, oltre alla previsione di nuovi elementi individualistici che ineriscono la stessa.

Anche e soprattutto in seguito all'intervento del 2003, la dottrina ritiene, tenendo conto della diversità di valore nominale delle quote di partecipazione sancita all'art. 2468, secondo comma c.c., che il criterio "personale" sia quello di cui tenere conto ai fini dell'assegnazione delle partecipazioni sociali le quali, dunque, promanano dalla persona del singolo socio e sono uniche, quanto alla titolarità, e unitarie, quanto al complesso di diritti e doveri da essa discendenti¹⁵³. Nonostante

¹⁵² In materia di società per azioni l'art. 4, 1 comma della Legge 3 ottobre 2001 n. 366-Delega al governo per la riforma del diritto societario (pubblicata nel G.U. n. 234 dell'8 ottobre 2001) dispone che «la disciplina delle società per azioni è modellata sui principi di rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità di ricorso al mercato di capitali». L'art. 3, 1 comma della citata legge, invece, prescrive che «La riforma della disciplina della società a responsabilità limitata è ispirata ai seguenti principi generali: a) prevedere un autonomo ed organico complesso di norme, anche suppletive, modellato sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci.»

¹⁵³ G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 511 e ss.; M. MALTONI, *sub art. 2468, cit.*, 1818; Id., *La partecipazione sociale in La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale, F. Magliulo, M. Maltoni, F. Tassinari, 2^a ed., 2007, 194; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468 c.c., cit.*, 1799 e ss.; O. CAGNASSO, *La partecipazione sociale*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Padova, Cedam, 2007, 125 e ss.; A. PAOLINI, *sub art. 2468, , in Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società dell'azienda della concorrenza*, a cura di D. Santosuosso, Torino, Utet giuridica, 2015, 300; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G. F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, III, Torino, 2007, 381; L.A.BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 306 e ss.; L. SALVATORE, *sub. Art. 2468, cit.*,

L'abrogazione di alcune delle disposizioni da cui i caratteri di unitarietà e unicità sono stati storicamente desunti, la forza dogmatica di questi principi è rimasta saldamente ancorata all'interpretazione che la dottrina, sulla scorta di nuovi dati normativi e della rinnovata veste attribuita alla società in esame, ha fornito alla partecipazione sociale, delineata anche in tale rinnovato contesto secondo il modello della «quota unica permanente». All'indomani della riforma, la s.r.l., infatti, ha guadagnato l'epiteto di «società di persone a responsabilità limitata» in quanto imperniata su una spiccata considerazione delle persone dei soci e dei loro rapporti personali, sicchè non poteva che predicarsi, nuovamente, il carattere personale ed unitario della sua quota.

Si è così detto che i caratteri di unitarietà e unità della quota sociale, ancora una volta non esplicitati da alcuna disposizione normativa, sono comunque desumibili dalla stessa terminologia adottata e, in particolare, sia dalla sostituzione del termine «quota» con quello di «partecipazione»,

370; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibbà e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 531 e ss.; F. TASSINARI, *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni*, in *Riv. not.*, 2003, 1405; L. DI NELLA, *sub. art. 2468. Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 270 e ss.; G. MARASA', *La s.r.l. come società di capitali e suoi caratteri distintivi dalla s.p.a.* in *Studium juris*, 2005, 301 e ss. La forza di questo principio è talmente elevata da giustificare il riferimento anche nella manualistica: ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, op. cit., 233 e ss; M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*⁸, vol. 2, Utet, Torino, 2014, 574; AA.VV., *Manuale di diritto commerciale*³, a cura di M. Cian, Torino, Giappichelli, 2019, 581 e ss.

In giurisprudenza, il principio di unitarietà della quota, oltre ad essere oggetto di due recenti provvedimenti, già richiamati, Trib. Roma, 3 settembre 2020, in *Giur. it.*, 2021, 2133 con nota di E. RATTI, *Questioni in tema di socio moroso di s.r.l. per inadempimento dei conferimenti promessi*; Cass. 3 luglio 2019 n. 1185, *cit.*, è stato invocato da Trib. Roma, 22 gennaio 2019, n. 65717, in *Riv. dott. Comm.*, 2019, con nota di G. GITTI, *Le garanzie del conferimento nella s.r.l. e la procedura di vendita in danno «parziale»*, 513 e ss.

Contra N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, *cit.*, 881 arriva ad ammettere, in seguito ad un'attenta analisi inerente la riserva e il divieto di emissione di azioni che si rinviene rispettivamente nella disciplina della s.p.a. e della s.r.l., la possibilità di «introdurre nello statuto di una società costituita in forma di s.r.l. una clausola in forza della quale il capitale sociale risulti idealmente diviso in un numero convenzionale di parti che attribuiscono ciascuna gli stessi diritti», così come ritiene «ammissibile, anche in mancanza di una clausola statutaria siffatta, cumulare più quote separate in capo ad un unico socio e tenerne conseguentemente separato conto.»; V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, *cit.*, 48 e ss.; *Id.*, *sub art. 2468, cit.*, 126 e ss.

sia dall'uso di detto termine al singolare, a testimonianza dello stretto legale sussistente tra socio e società¹⁵⁴; dal venir meno della previsione di un importo minimo o di suoi multipli del valore della quota e del riferimento alla «quota di conferimento» sicchè la partecipazione, non dovendo più essere “frazionata” al suo interno in detti valori minimi, è stata intesa dal legislatore come effettivamente unitaria¹⁵⁵; dalle previsioni di cui agli artt. 2481-ter e 2482-quater che, disponendo l'immutabilità della quota in caso di operazioni nominali sul capitale sociale¹⁵⁶, evidenziano come le quote siano unitarie e personali e debbono essere misurate in frazioni, senza unità di misura predeterminate.

Si ritiene, inoltre, che siano particolarmente eloquenti in punto di affermazione di questi caratteri personalistici della quota alcune nuove previsioni normative inerenti determinati diritti sociali, dalle quali, tramite un esame congiunto con le analoghe disposizioni dettate in tema di s.p.a., sembrerebbe discendere il corollario dell'essere la posizione del socio misurata ed attuata in base al valore unitario ed assoluto della sua (unica) quota. Dette previsioni, tra l'altro, danno nuova linfa alle conseguenze

¹⁵⁴ M. MALTONI, *sub art. 2468, cit.*, 1818; Id., *La partecipazione sociale, cit.*, 194 il quale all'esito di analisi testuale della riformata disciplina sostiene come essa suggerisca, con particolare riguardo alla sostituzione del termine quota con quello di partecipazione, che «la partecipazione (..) è individuata con riferimento specifico alla persona del socio che di quel complesso di diritti ed obblighi è titolare, e come tale è unitaria nonché necessariamente unica ed infungibile»; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468 c.c., cit.*, 1799; O. CAGNASSO, *La partecipazione sociale, cit.*, 126; L.A. BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 304.

¹⁵⁵ M. MALTONI, *sub art. 2468, cit.*, 1818; Id., *La partecipazione sociale, cit.*, 193 che ricava l'unitarietà dal divieto di incorporazione della partecipazione in supporto materiale «unitamente alla soppressione della norma che imponeva una partecipazione nominalmente predefinita nel rispetto di un valore minimo legale o dei suoi multipli»; O. CAGNASSO, *La partecipazione sociale, cit.*, 126 che ritiene l'unitarietà riaffermata dal legislatore con maggiore forza dalla caduta di «più quote di conferimento eguali ed indivisibili».

¹⁵⁶ Comitato Interregionale dei consigli Notarili riuniti delle Tre Venezie, Massima n. I.N.6, *Applicazione del principio dell'unicità della quota di partecipazione in presenza di categorie di quote*; Già nel 1950 A. BRUNETTI, *Società a responsabilità limitata, cit.*, 115 ricavava l'unità della quota dalla disposizione di cui all'art. 2496, 2 co., la quale, per quanto avesse una diversa formulazione, si ritiene analoga dal punto di vista sostanziale all'art. 2482 quater c.c. L. DI NELLA, *sub art. 2468, cit.*, 274; L.A. BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 306 che in ragione dell'unitarietà spiegano gli artt. 2482 quater e 2481 ter da essi ricavando la coincidenza iniziale tra numero di quote e numero di soci, anche l'esigenza di un'espressione sempre unitaria del diritto di voto e l'eventuale disuguaglianza del valore delle quote.

applicative che la primordiale dottrina aveva già ricavato dai caratteri di unicità ed unitarietà della quota e attinenti proprio al piano dei diritti sociali, conseguenze, inoltre, valorizzate da recentissime pronunce giurisprudenziali¹⁵⁷.

¹⁵⁷ Trib. Roma, 3 settembre 2020, con nota di M. FACCI, *L'esclusione del socio moroso: un banco di prova per il principio di unitarietà della quota di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2022, 733 e ss., ove il Tribunale, sottolineando che «a differenza del socio di una società per azioni che può essere titolare di più azioni, il socio di una società a responsabilità limitata è titolare di un'unica partecipazione - non essendo questa la mera componente di un pacchetto di titoli (art. 2346, primo comma, c.c.) - e ciò anche in caso di acquisto di altre quote di partecipazione, rappresentando quest'ultima operazione solo un incremento quantitativo della partecipazione originaria», arriva a ritenere applicabile esclusivamente all'intera partecipazione il rimedio dell'esclusione di cui all'art. 2466 c.c. al caso di un conferimento, adempiuto solo in parte, che, per quanto avente carattere misto (in parte da liberare in denaro ed in parte con prestazione d'opera), era riferibile alla sottoscrizione di un'unica quota in sede di costituzione della società; Cass. 3 luglio 2019 n. 1185, *op. cit.*, che circoscrive la vendita coattiva, così come la misura dell'esclusione di cui all'art. 2466, solo alla frazione della partecipazione sociale sottoscritta in occasione dell'aumento del capitale sociale, rimasta in tutto o in parte ineseguita, escludendone l'applicazione alla parte di cui il socio fosse titolare prima della deliberazione di aumento stessa. Le sopra citate sentenze risultano apparentemente allineate. Infatti, sebbene l'una circoscriva la disciplina della mora ad una parte della quota e l'altra all'intera partecipazione, ciò si spiega, proprio ad avviso del giudice capitolino, in ragione di vicende fattuali diverse: diversamente dalla vicenda sottoposta alla Cassazione e riguardante la sottoscrizione della quota, poi non liberata integralmente in sede di aumento di capitale, il caso esaminato dal Tribunale, invece, ineriva la sottoscrizione parziale di una «unitaria operazione», cioè la sottoscrizione ed il versamento di un'unica quota in sede di costituzione della società. In realtà, le pronunce, pur risultando *prima facie* coerenti e pur facendo riferimento entrambe al medesimo principio di unitarietà della quota, si contraddicono l'una l'altra. Come affermato da un'attenta dottrina, M. FACCI, *op. cit.*, qui condivisa, «se in ragione di un acquisto o di un aumento di capitale il socio rimane titolare di una e una sola quota, essa resta unica anche in sede di esclusione. L'unitarietà di trattamento dell'intera quota, così, da altro non deriva se non dalla sua unicità; diversamente si dovrebbe ammettere la possibilità che il socio sia titolare di due distinte quote, il che non è possibile: ad impedirlo è, appunto, il principio di unitarietà. Proprio la necessità di trattare in modo differenziato soltanto una parte della partecipazione, però, è il punto di approdo del ragionamento della Corte di cassazione; il che, com'è agevole rilevare, è l'esatto opposto di quanto affermato dal giudice capitolino. (..) Ciò che il tribunale di Roma ritiene sia necessario escludere (la compresenza in capo al socio di due quote differenti) diventa l'ineludibile antecedente logico del principio di diritto espresso dalla sentenza della Corte di cassazione. Infatti, per affermare che il socio non possa essere escluso nel caso di inadempimento dell'obbligazione di conferimento in

In aderenza al fondamentale principio della rilevanza centrale delle azioni, contrapposto a quello della rilevanza centrale del socio, il legislatore del 2003 ha contemplato nella sola s.p.a. il recesso parziale, valorizzando il carattere di autonomia delle singole partecipazioni azionarie. Da ciò la dottrina maggioritaria¹⁵⁸ ha tratto l'indiretta conferma

un aumento di capitale, e che pertanto l'assemblea dovrà deliberare una riduzione del capitale per la misura corrispondente al debito di sottoscrizione derivante dall'aumento non onorato, è necessario immaginare che insistano in capo al socio due quote sostanzialmente differenti.»

¹⁵⁸ G.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, cit., 695. Parimenti, contrari al recesso parziale in seguito alla riforma M. STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 389 e ss. il quale lo nega così argomentando «è infatti anzitutto la natura essenzialmente unitaria della quota a indurre a ritenere inammissibile il recesso parziale dalla (e ancor prima il voto divergente nella) società a responsabilità limitata». Ma v. Id., *Il recesso*, in *Trattato delle società*, t. III, a cura di Donativi, Utet giuridica, Milano, 2022, 1218 ove l'a. giustifica il recesso parziale dalla s.r.l. alla luce dell'evoluzione che nel frattempo ha avuto la disciplina della s.r.l. «significativamente mutata verso un tipo ideale più decisamente capitalistico e assai più vicino al modello azionario». M. PERRINO, *La "rilevanza del socio" nella s.r.l.; recesso, diritti particolari ed esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, 810 e ss.; G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 58 e ss.; L. DELLI PRISCOLI, *sub art. 2437*, in *Commentario al Codice civile*, Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2013, 24 nt. 47; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 455 e ss.; A. VALZER, *sub art. 2466 c.c.*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di Dolmetta - Presti Milano, 2011, 228; CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 505. Anche FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 1087 secondo il quale per l'ipotesi in cui lo statuto non prenda posizione sul punto, sostiene che « sebbene l'evoluzione legislativa in tema di s.r.l. PMI possa far ritenere superati alcuni degli argomenti addotti a sostegno della soluzione negativa, quanto meno nell'ipotesi in cui la partecipazione di un socio sia rappresentata da una pluralità di quote, l'argomento principale invocato per escludere la legittimità del recesso parziale, incentrato sul rilievo normalmente riconosciuto alla persona del socio nella struttura organizzativa della s.r.l., mantiene la sua rilevanza. a. Merita, pertanto, di essere tenuta ferma la conclusione per cui, in difetto di una diversa previsione statutaria, il diritto di recesso deve essere esercitato con riguardo all'intera partecipazione»; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Il Mulino, Bologna, 2003, 234. A favore, invece, P. PISCITIELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.* in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G. F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, III, Torino, 2007, 724 e ss. che ammette il recesso parziale anche in assenza di un'espressa previsione statutaria e sempreché non si preveda una clausola di indivisibilità della quota; M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di*

del necessario esercizio unitario di tale diritto nella s.r.l., esaltando, di converso, il carattere unitario della quota sociale.

Negli stessi termini la dottrina si è espressa in relazione al diritto di voto per il quale, essendo stato abrogato il disposto dell'art. 2485 c.c. ed il meccanismo di un voto per ogni mille lire, si ritiene che non ne sia ammissibile un esercizio parziale o divergente da parte del socio di s.r.l.¹⁵⁹, anche confrontando il disposto dell'art. 2351, 1 comma con quello dell'art. 2479, 5 comma c.c.

La personalizzazione della quota sociale, rafforzata dalla riforma legislativa, riguarda non solo lo statuto ordinario della stessa ma anche il suo regime convenzionale: confrontando la disciplina originale con quella riformata viene, infatti, attribuito maggiore spazio all'autonomia statutaria per individualizzare la quota sociale. Sul piano dei diritti "diversi", infatti, la riforma ha inciso in maniera significativa, rendendo la tecnica di differenziazione del contenuto della partecipazione un riflesso delle stesse peculiarità della partecipazione da diversificare e consentendo ai soci contraenti di personalizzare una partecipazione, già di per sé soggettivizzata. Al pari di quanto avviene per la quota che è attribuita direttamente al singolo titolare, la legge ha reso il socio centro di imputazione anche dei diritti particolari, agganciandoli al fatto soggettivo della sottoscrizione della partecipazione da parte di una persona piuttosto

s.r.l. nelle vicende organizzative, cit. 398 e ss. E.A. BONONI, *Ammissibilità del recesso parziale del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Le società*, 2015, 931 e ss.; M. S. SPOLIDORO, *Questioni in tema di recesso dalle società di capitali a margine di un libro recente*, in *Riv. soc.*, 2012, 406. V. anche Trib. Torino, 3 luglio 2017, con nota favorevole di E.A. BONONI, *Validità ed efficacia del recesso parziale* in *Il nuovo diritto delle società*, 2019, 377 e ss.; S. GUIZZARDI, *Il recesso del socio*, in *La nuova società a responsabilità limitata, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, Cedam, 2012, 237.

¹⁵⁹ L.A. BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 307; L. DI NELLA, *sub art. 2468, cit.*, 274; M. STELLA RICHTER JR. M., *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote.*, cit., 292. P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452 e 2462 del Codice civile, cit.*, 7 secondo il quale solo là dove si ammettesse la compatibilità tipologica con la s.r.l. della scomposizione del rapporto in unità omogenee di partecipazione i problemi del voto parziale o divergente e del recesso parziale dovrebbero risolversi nello stesso modo nel quale si risolvono nella s.p.a. Anche E. MORINO, *sub art. 2468, Codice della società a responsabilità limitata*, a cura di O. Cagnasso e A. Mambriani, Neldiritto Editore, Roma, 2015, 280.

che da un'altra¹⁶⁰. L'adozione del meccanismo legislativo dei c.d. diritti particolari ha, quindi, significativamente indebolito le opinioni che ritenevano possibile, alla luce del precedente quadro normativo, oggettivizzare le posizioni soggettive diversificate con riferimento alla quota ed ha ridotto gli spazi interpretativi che la dottrina tradizionale aveva ricavato per consentire la creazione di categorie di quote. Ad oggi, infatti, a fronte di una chiara scelta normativa che assegna i diritti particolari al socio *tout court*, attribuendo loro il requisito della personalità, la dottrina maggioritaria è decisamente propensa a relegare l'applicazione delle categorie di partecipazioni al solo ambito applicativo tipico della società per azioni. Contribuisce, tra l'altro, a rafforzare detto orientamento, ancora una volta e con maggiore peso rispetto al passato, il principio "un socio-una quota sociale" che, rendendo la partecipazione diseguale, non serializzata e unica per ciascun socio, ne sancisce l'inconciliabilità con un istituto che presuppone, dal canto suo, un insieme di eguali¹⁶¹. Lo spettro

¹⁶⁰ V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 891 secondo cui la diversa configurazione della deroga alla regola dell'eguaglianza e proporzionalità alle quote dei diritti sociali appare coerente con le caratteristiche tipologiche delle partecipazioni azionarie rispetto alle quote di s.r.l. «La creazione di categorie di azioni introduce un'eccezione al principio di eguaglianza e di proporzionalità, ma pur sempre nel rispetto della caratteristica di fondo della partecipazione azionaria, atteso che i diritti diversi sono essi stessi ancorati in via reale, oggettiva e standardizzata alle rispettive azioni di categoria, che a loro volta prescindono dall'appartenenza a questo piuttosto che a quel diverso titolare. Correlativamente, la creazione di diritti particolari ex art. 2468, comma 3, c.c. si muove in sintonia con la caratteristica di fondo delle quote, quali partecipazioni ordinariamente identificate in relazione all'appartenenza al medesimo titolare.»

¹⁶¹ R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci, S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di Dolmetta - Presti Milano, 2011, 285 secondo cui la configurabilità statutaria di categorie di quote «poiché esclusivamente funzionale a sancire una destinazione alla circolazione delle quote speciali violerebbe il divieto di incorporazione delle stesse in documenti configurabili come titoli di credito che – come si evince nitidamente dalla formulazione letterale dell'art. 2468, 1 co. – si aggiunge e non si desume dall'impossibilità della S.r.l. di fare appello al pubblico risparmio.» Più permissivo sul punto M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, cit., 325 il quale conia la fattispecie delle "partecipazioni speciali" caratterizzate dall'interiorizzazione del diritto speciale per scelta statutaria, dall'ammissibilità di un trasferimento del diritto, in luogo che della sua estinzione, in caso di circolazione della partecipazione stessa e dalla sostituzione del meccanismo delle assemblee speciali con altro modellato su quello dell'art. 2376. Ad ogni modo, egli individua quali limiti alla

di questo principio è, tra l'altro, particolarmente avvertito anche quando si ragiona sul tema della possibile circolazione dei diritti particolari. A tale ultimo riguardo, la riforma del 2003 ha soppresso il riconoscimento legislativo della divisibilità della quota in caso di sua disposizione per atto tra vivi o *mortis causa*, dando luogo ad orientamenti contrastanti. Per quanto si propenda per la tesi della continuità con la pregressa normativa, ritenendo la quota naturalmente divisibile¹⁶², si sono anche riscontrate

possibilità di creare vere e proprie categorie di quote quelli inerenti alla partecipazione sociale e specificamente il «divieto di incorporare le partecipazioni in titoli rappresentativi; nonché il divieto di «standardizzare» le partecipazioni in tante uguali frazioni del capitale sociale, di contenuto tendenzialmente uguale». V. DONATIVI, *op. ult. cit.*, 897 nt. 251 il quale tra gli argomenti contrari all'ammissibilità di categorie di quote fa riferimento agli inconvenienti pratici connessi al principio di unitarietà della quota, citando sia l'ipotesi di un trasferimento di una partecipazione speciale ad un soggetto già titolare di una partecipazione ordinaria, la quale dovrebbe inevitabilmente implicare la titolarità in capo ad uno stesso soggetto di due distinte quote di partecipazione, sia l'ipotesi della circolazione frazionata di una partecipazione speciale, rispetto alla quale si pone il problema della permanenza o meno nella partecipazione non alienate del diritto speciale; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla « nuova » società a responsabilità limitata, cit.*, 502 che afferma che «i particolari diritti possono attribuirsi a singoli soci, non a categorie di partecipazioni, ché nella società a responsabilità limitata le partecipazioni non sono standardizzate (precostituite rispetto alle persone dei soci)». G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 121 il quale osserva come nella s.r.l. l'unico modo per differenziare la posizione sociale sia quello consacrato dalla legge dell'attribuzione di diritti particolari e ciò, non tanto per la rilevanza centrale attribuita alla persona del socio, quanto per l'assenza in questo tipo sociale delle azioni, intese come titoli che incorporano i diritti sociali. Il divieto di rappresentare le quote in azioni, ad avviso dell'a., preclude ogni tentativo di oggettivizzazione della quota e fonda il rapporto tra persona e quota in termini di prevalenza della seconda sulla prima. Anche A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci, cit.*, 42 e ss. che, per quanto sottolinei la difficoltà connessa alla «configurazione unitaria della posizione del socio» di consentire che uno stesso socio sia titolare di quote distinte, delle quali una dotata di particolari diritti e l'altra ordinaria, individua quale limite invalicabile alla creazione di categorie di quote la connessione che la legge rende inscindibile dei diritti particolari direttamente ed esclusivamente alla persona del socio.

¹⁶² A favore della natura divisibilità della partecipazione sociale si pronunciano G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 514 in ragione delle disposizioni normative inerenti al socio moroso (2466, 2° co) e socio recedente (2473, 4° co) che, presupponendo che la loro partecipazione possa essere acquistata da altri soci in proporzione delle rispettive partecipazioni, ne affermano la divisibilità. Nello stesso senso, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 566. V. anche P. REVIGLIONE, *sub art. 2468 c.c., cit.*, 1816 il quale, comunque, raccomanda l'inserimento nell'atto costitutivo di un'esplicita previsione

opinioni favorevoli all'indivisibilità della quota, esaltandone il profilo di quota unica, così come rafforzato dal nuovo contesto normativo¹⁶³. Tra gli argomenti richiamati a supporto di tale orientamento restrittivo si individuano anche i diritti particolari e le problematiche connesse alla loro titolarità in caso di cessione parziale. Si è così affermata, sebbene in via minoritaria, l'indivisibilità della quota proprio per salvaguardare il carattere personale di tali diritti e la loro intrasferibilità poiché elementi facilmente compromettibili là dove fosse consentita una cessione parziale delle quote da parte del titolare degli stessi¹⁶⁴. Altri autori, sebbene non invocano a supporto della teoria della naturale indivisibilità della quota i disturbi connessi ai diritti particolari o ritenendo, a contrario, la quota divisibile di *default*, si pongono in ogni caso il problema del rapporto dei diritti particolari con la divisibilità della quota – eventuale o naturale -.

autorizzativa; M. MALTONI, *La partecipazione sociale*, cit., 222 che giustifica la mancata riproduzione del previgente articolo sulla divisibilità in ragione della soppressione di un valore nominale minimo a cui essa si riferiva; A. PAOLINI, *sub art. 2468*, op. cit., 329; L. SALVATORE, *sub. Art. 2468*, cit., 370 che raccomanda l'introduzione di una clausola statutaria sul punto. L. DINELLA, *sub art. 2468*, cit., 276. Comitato notarile del Triveneto, Massima I.I. 35- *Naturale divisibilità delle quote di partecipazione in s.r.l.*

¹⁶³ In favore della natura indivisibilità, invece, G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, cit., 390, secondo il quale questo carattere impedirebbe al socio di attribuire ai propri aventi causa e senza il consenso degli altri soci i numerosi diritti riconosciuti dalla novella al socio in quanto tale, in particolare diritti particolari. In ragione delle stesse preoccupazioni O. CAGNASSO, *La partecipazione sociale*, op. cit., 142; L.A. BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468*, cit., 308 i quali affermano «fermo restando che – quale conseguenza e corollario del principio di unicità della partecipazione- la partecipazione è indivisibile all'atto della sua sottoscrizione, è invece legittima la previsione da parte dell'atto costitutivo della divisibilità nel caso del suo trasferimento»; E. FAZZUTTI, *sub art. 2468*, in *La riforma delle società. Artt. 2462-2510*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, 2003. G.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, cit., 695, anche se in senso dubitativo il quale argomenta sottolineando come mal si concili con la libera divisibilità delle quote l'ampia ingerenza riconosciuta al socio nella vita sociale, aspetto quest'ultimo che può sicuramente essere accentuato con l'attribuzione di diritti particolari.

¹⁶⁴ G. SANTONI, *op. ult. cit.*, 390 che sottolinea come questi elementi potrebbero essere facilmente compromessi se fosse consentito al socio di cedere parzialmente la sua quota, trasferendola in parte a terzi o liberandosi di gran parte della sua partecipazione la cui qualificazione, invece, come quota di maggioranza giustificava l'attribuzione di un diritto amministrativo particolarmente incisivo. Anche P. PISCITIELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, cit, 726 nt. 17 il quale, pur sostenendo la tesi della divisibilità naturale e del conseguente recesso parziale, afferma che qualora siano attribuiti diritti particolari «debba escludersi il recesso parziale», stante per l'appunto l'esclusione in questo caso della divisibilità della quota.

Osservano, al riguardo, che il frazionamento della quota in sede di cessione preclude il trasferimento dei diritti particolari che sarebbe invece, al di fuori di questo caso ed entro certi limiti, consentito¹⁶⁵. Anche sotto un profilo parzialmente diverso, il principio di unicità della quota è fonte di inconvenienti pratici sottolineati da un'attenta dottrina: là dove, infatti, un socio titolare di una quota "ordinaria" acquisti una quota dotata di un diritto particolare di carattere patrimoniale correlato all'entità della partecipazione (o viceversa), il conseguente incremento della quota, inevitabile per il divieto di titolarità multipla, pone oggettivi problemi di misurazione del relativo diritto¹⁶⁶.

¹⁶⁵ L.A. BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 308 i quali, ritenendo ammissibile la previsione statutaria della divisibilità della quota, fermo restando la naturale indivisibilità, escludono che tale conclusione possa essere smentita dal rischio di elusione del carattere personale dei diritti particolari posto che a risultare illegittimo sarebbe il solo trasferimento pro-quota dei diritti e non già il trasferimento della partecipazione. Gli autori sembrerebbero, dunque, ritenere che in caso di cessione parziale i diritti particolari non si parcellizzino. A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci, cit.*, 198 il quale, aderendo alla teoria della piena divisibilità della quota, esclude invece la trasferibilità parziale dei diritti particolari i quali, nel silenzio dell'atto costitutivo, resteranno in capo al socio cedente in caso di cessione parziale della quota. Entrambi gli autori, così come la dottrina maggioritaria, ritengono i diritti particolari trasferibili solo con il consenso unanime dei soci, salva diversa previsione statutaria. Singolare è la posizione di A. TRICOLI, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 1029 e ss. il quale ammette partecipazioni fornite di diritti diversi liberamente trasferibili, distinguendole sia dai diritti particolari attribuiti direttamente ai singoli soci sia dal fenomeno delle categorie di quote. Su tale premessa, egli distingue, relativamente all'ipotesi di cessione di una intera "quota privilegiata", tre fattispecie: i) l'ipotesi in cui essa sia trasferita ad un socio titolare di una quota ordinaria, ove le quote resteranno distinte; ii) l'ipotesi in cui sia trasferita ad un socio titolare di una quota privilegiata dello stesso tipo, nel cui contesto l'a. distingue ulteriormente a seconda che la quota privilegiata sia dotata di diritti misurabili o non; iii) l'ipotesi in cui sia trasferita ad un socio titolare di una quota privilegiata di diverso tipo, ove le quote resteranno parimenti distinte. L'a. si occupa altresì della cessione parziale di quote privilegiate, ritenendo ammissibile la cessione parziale di quote dotate di diritti misurabili, con conseguente riduzione del diritto in capo all'alienante, ed escludendo invece la cessione parziale di quote dotate di diritti non misurabili, come il diritto di nomina di un amministratore, le quali, essendo dotate di un diritto unitario, sarebbero indivisibili.

¹⁶⁶ A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci, cit.*, 43 che sottolinea come la configurazione unitaria della posizione del socio rende incerta la possibilità di individuare in capo ad uno stesso socio la titolarità di più quote distinte, delle quali una dotata di diritti particolari e le altre no, sicchè qualora un socio acquisti da un altro

4.1. Il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio e le sue conseguenze interpretative sui caratteri della partecipazione sociale

In conformità alla descritta personalizzazione della quota in punto di conformazione e di contenuto, il legislatore della riforma societaria ha attribuito valenza personalistica anche alle vicende traslative della quota sociale, promuovendone uno scambio solo tra gruppi ristretti di privati. L'art. 2468, all'esito della riforma citata, prevede un espresso divieto di offerta al pubblico delle quote, rendendo chiara ed evidente la volontà legislativa di interdire a tale tipo sociale l'accesso al mercato del capitale di rischio.

La previsione del divieto di sollecitazione del pubblico risparmio, poi divenuto divieto di offerta al pubblico delle quote¹⁶⁷, si pone,

socio una quota dotata di diritti particolari ne deriverebbe il suo accrescimento e conseguenti problemi sul piano della quantificazione di diritti particolari a contenuto patrimoniale. Parimenti, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., 832 il quale richiama le medesime considerazioni di quest'ultimo autore. V. DONATIVI, cit., 897 nt. 251 il quale, enunciando argomenti contrari all'ammissibilità di categorie di quote, sottolinea gli stessi inconvenienti pratici individuati dai due precedenti autori e connessi al principio di unitarietà della quota, citando l'ipotesi di un trasferimento di una partecipazione speciale ad un soggetto già titolare di una partecipazione ordinaria, la quale dovrebbe inevitabilmente implicare la titolarità in capo ad uno stesso soggetto di due distinte quote di partecipazione e quella inerente la circolazione frazionata di una partecipazione speciale, rispetto alla quale si pone il problema della permanenza o meno nella partecipazione non alienata del diritto speciale.

¹⁶⁷ Si badi che nel 2007 con il d.lgs. 28 marzo 2007 n. 51 l'art. 2468 e il divieto di offerta al pubblico delle quote sono stati oggetto di una modificazione di rilevanza esclusivamente lessicale, sostituendo l'espressione sollecitazione al pubblico con quella di offerta al pubblico delle quote. Come sottolinea F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 78 e ss. tra la definizione di sollecitazione all'investimento e quella di offerta al pubblico che, in seguito al recepimento della Direttiva Prospetto 2003/71/CE, poi abrogata dal Regolamento Prospetto, ha sostituito la prima ed è ora consacrata all'art. 1, lett. t) del t.u.f. «sussiste una sostanziale linea di continuità, rappresentando la seconda una delimitazione ed un affievolimento della prima». Ragion per cui, il divieto codicistico può continuare a ritenersi ostativo delle «offerte *ad incertam personam*, quali sollecitazioni rivolte ad un numero indeterminato di soggetti ed in cui manchi un contatto individuale tra offerenti ed oblati, in ragione delle modalità standardizzate di svolgimento delle offerte medesime». In quest'ultimo senso, ASSONIME, *Sollecitazione all'investimento nel testo unico della Finanza: il commento*

senz'altro, in continuità con la pregressa normativa. Come già rivelato, l'originaria disciplina codicistica prevedeva due tipi di società di capitali che, quand'anche non molto distanti in punto di regolamentazione¹⁶⁸, avrebbero dovuto essere rivolti ad iniziative imprenditoriali fortemente distinte, fungendo la s.r.l. da modello organizzativo per le imprese di modeste dimensioni e la s.p.a. da tipo sociale consono alla grande impresa¹⁶⁹. Nonostante la sussistenza di previsioni esplicative di tale scelta legislativa, prima fra tutte il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, non sono mancati episodi di sollecitazione al pubblico di partecipazioni di s.r.l.¹⁷⁰, ed interpretazioni dottrinali contrarie agli intenti

dell'Assonime (circolare n. 20/2001), in *Riv. soc.*, 2001, 216, a cui Brizzi rimanda. Nel senso della coincidenza anche G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 501 nt. 4.

¹⁶⁸ La s.r.l. nel panorama legislativo anteriore alla riforma era concepita come «piccola società per azioni senza azioni». L'espressione è del relatore LEVA, in sede di Sottocommissione delle Assemblee Legislative, riportata da A. GRAZIANI, *Diritto delle società, cit.*, 446. La ricostruzione in questi termini della s.r.l. era dovuta principalmente alla tecnica di costruzione legislativa della normativa, basata sull'impiego di plurimi rinvii specifici alla disciplina della s.p.a. L'affinità riscontrata tra s.r.l. e s.p.a. induceva la dottrina dominante a giustificare l'applicazione tramite il procedimento analogico della disciplina della s.p.a. per risolvere il problema delle lacune legislative inerenti la s.r.l. In questo senso v. G. SANTINI, *La società a responsabilità limitata, cit.*, 9 e ss., criticato da G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata, cit.*, 46 e ss. ad avviso del quale, invece, l'esistenza di lacune normative, in un contesto di plurimi rinvii, era solo indicativo di una volontà legislativa di non estendere i precetti considerati alla s.r.l.

¹⁶⁹ *Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942, cit.*, n. 941 ove espressamente si sottolinea la volontà legislativa di riservare esclusivamente alla società per azioni la funzione di promuovere la «raccolta e la mobilitazione di notevoli masse di risparmio popolare per l'investimento in imprese».

¹⁷⁰ Si veda il caso di cui alla sentenza Pret. Roma, Sez. VII, 27 marzo 1987, inedita richiamata da MOGLIA, *L'offerta al pubblico di quote di società a responsabilità limitata, cit.*, 1279; V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti, cit.*, 54 il quale sottolinea che il primo caso di responsabilità della Consob per omesso controllo del prospetto riguardava una sollecitazione al pubblico di quote di s.r.l. immobiliare ed è stata affermata da Cass., 3 marzo 2001, n. 3132 in *Giur. comm.*, 2002 con nota di A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*. In generale, a partire dagli anni 70' la s.r.l. è stata utilizzata nel fenomeno di creazione dei titoli atipici. A tale riguardo si rinvia a M. PORZIO, *Le società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004 il quale afferma «la fantasia dei o più o meno scaltri operatori finanziari utilizza nel meccanismo dei nuovi certificati patrimoniali (il Caso IFIL) le s.r.l. (e circolano, così, nel mercato le «ricevute per l'acquisto o l'intestazione fiduciaria di quote di s.r.l.») ed anche le c.d. «units d'investimento» si costruiscono come certificati rappresentativi di quote di s.r.l. e di credito, con complessi meccanismi

normativi¹⁷¹, sì da indurre il legislatore ad intervenire con una norma chiarificatrice. Il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio stronca le antecedenti letture del divieto di rappresentazione delle quote in azioni, volte ad intenderlo «non tanto come divieto assoluto per le s.r.l. di far ricorso al mercato del risparmio, quanto come volontà legislativa di non agevolare eccessivamente tale ricorso con l'utilizzo di titoli di credito»¹⁷². A detto scopo il legislatore del 2003 ha rafforzato l'azione di contenimento, non preoccupandosi di rendere solo più difficoltoso il reperimento delle risorse finanziarie sul mercato ma vietando una connessione tra la s.r.l. e il mercato del capitale di rischio in termini radicali ed assoluti¹⁷³. All'esito, infatti, dell'intervento riformatore, l'opinione assolutamente unanime degli studiosi è nel senso dell'impossibilità di qualificare la quota sociale come strumento finanziario, categoria normativa quest'ultima che, al momento della previsione del divieto in questione, includeva, tra gli altri elementi, le azioni e gli altri *titoli* rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali¹⁷⁴. La dottrina ugualmente ha negato la

di conversione nelle azioni di future società azionarie». Su tale fenomeno vedi anche G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, vol. 10, Utet, Torino, 1993, 16 e ss; E. RIGHINI, *I certificati patrimoniali dell'Istituto Fiduciario Lombardo*, in *Giur. comm.*, 1987, 147 e ss.

¹⁷¹ Si veda quanto riferito al paragrafo 3.4.

¹⁷² G. MOGLIA, *L'offerta al pubblico di quote di società a responsabilità limitata*, *cit.*, 1273.

¹⁷³ Come sarà di seguito sottolineato, la riforma del 2003 ha invece aperto degli spiragli per quanto riguarda l'accesso da parte della s.r.l. al mercato del capitale di debito, prevedendo in sostituzione al divieto di emettere obbligazioni (art. 2486) la possibilità di emettere titoli di debito a favore dei soli soci investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, previa apposita disposizione statutaria. Al riguardo F. BRIZZI, *op. ult. cit.*, 25 e ss. che sottolinea come questa apertura non ha reso la s.r.l. indipendente dal finanziamento bancario per l'impossibilità di fare appello al pubblico risparmio e per l'equivalenza dei costi collegati alla raccolta dei titoli di debito rispetto al ricorso al canale di finanziamento bancario. V. anche E. FEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi ed ostacoli al finanziamento di s.r.l. PMI sui mercati di capitali*, in *Giur. comm.*, 272 e ss. le quali evidenziano che le recenti riforme che hanno riguardato la s.r.l., poi estese alla s.r.l. PMI, hanno segnato un'inversione di tendenza rispetto al passato, sottolineando che «se prima della novella la s.r.l. era contraddistinta dalla preclusione all'accesso ai mercati del capitale di rischio e della possibilità, pur con numerose limitazioni e accorgimenti, del ricorso al mercato del capitale di credito, all'esito del processo di innovazione i limiti posti alle s.r.l. PMI risultano paradossalmente più stringenti sul versante del debito piuttosto che su quello del capitale di rischio».

¹⁷⁴ La nozione di strumento finanziario è stata introdotta, su impulso comunitario, nel nostro ordinamento dal d.lgs. n. 445 del 1996 (c.d. decreto Eurosim) inerente alla

riconduzione delle quote di s.r.l. alla categoria di valore mobiliare, successivamente reintrodotta¹⁷⁵ nel nostro ordinamento e corrispondente

normativa sui servizi di investimento, sostituendo così la categoria di valore mobiliare di cui all'art. 18-bis, d.l. n. 95 del 1974. A tale ultimo riguardo v. CARBONETTI, *Dai «valori mobiliari» agli «strumenti finanziari»*, in *Riv. soc.*, 1996, 1109 e ss. La nozione di strumento finanziario fu poi confermata dall'art. 1, 2 comma d. lgs. n. 58/1998 in relazione alla disciplina dei servizi di investimento e dei soggetti emittenti, affiancando alla stessa quella più ampia e comprensiva della prima di prodotto finanziario e relativa, invece, alla disciplina dell'appello al pubblico risparmio. L'art. 1, nel definire gli strumenti finanziari, vi includeva le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali, richiedendo dunque la necessaria cartolarizzazione dello strumento. Da ciò, P. REVIGLIONE, *sub art. 2468 c.c., cit.*, 1801, E. RIGHINI, *Vicende modificative del contratto di società a responsabilità limitata, anteriori all'iscrizione nel registro delle imprese*, in *Giur. comm.*, 2000, 355 e P. BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali, cit.*, 388 negavano che le quote potessero qualificarsi come strumenti finanziari e sottoporsi alla relativa disciplina, in quanto non incorporabili in titoli negoziabili. In particolare, secondo l'ultimo autore citato la quota sarebbe priva dei tre requisiti essenziali che la legge riconosce solo agli strumenti finanziari, vale a dire «incorporabilità in un titolo; l'oggettiva fungibilità; la libera negoziabilità (cfr. art. 1, secondo co., lett. a) – e), d.lgs. 58/1998). La quota di s.r.l., invece, non è per legge né standardizzabile né omogenea né a trasferibilità garantita».

In generale, sulla nozione primordiale prevista dal t.u.f. di strumento finanziario si rinvia a R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. Cottino, vol. VIII, Cedam, Padova, 2004, 29 e ss. Ad oggi, invece, per effetto del recepimento della Direttiva europea 2004/39/CE, nota come MiFID I, con il d.lgs. n. 164 del 2007 per strumento finanziario, ai sensi dell'art. 1, 2 comma, si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I. La dottrina sostiene che lo strumento finanziario sia riconducibile ad una categoria chiusa, «nel senso cioè che si compendia nelle figure elencate dal legislatore, nonostante la previsione di un possibile ampliamento della medesima», vale a dire dell'art. 18, comma 5, t.u.f. In questo senso F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 36 e ss.

¹⁷⁵ La nozione di valore mobiliare, di cui all'art. 1, comma 1 bis t.u.f. e ricompresa in quella di strumento finanziario, di cui alla sez. C dell'allegato I al t.u.f., è stata reintrodotta nel nostro ordinamento a seguito del recepimento della direttiva MiFID I, con il d.lgs. n. 164 del 2007 in un'accezione completamente nuova rispetto alla pregressa definizione che l'art. 18-bis, d.l. n. 95 del 1974 dettava in relazione alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio ivi contenuta e richiamata dalla l. n. 1 del 1991 che disciplinava l'attività di intermediazione mobiliare. V. A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.u.f. aggiornato in base alla MiFID (con il d.lgs. n. 164/2007)* in *Riv. dir. comm.*, 2009, 836 che parla di nuovi valori mobiliari. In relazione all'evoluzione di tale nozione si rinvia a M. CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium iuris*, 2015, 1450 e ss.; E. RIGHINI, voce *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Encl. dir.*, vol. IV, Giuffrè, Milano, 2011, 1162 e ss.;

ad una sottospecie di strumenti finanziari, relativa alle «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali»¹⁷⁶. La specifica destinazione al mercato dei capitali è, infatti, minata dall'espressa impossibilità per le quote di formare oggetto di offerta al pubblico¹⁷⁷, impossibilità che, d'altro canto, ha indotto la dottrina quasi unanime¹⁷⁸ a ritenere che le partecipazioni sociali in s.r.l. siano qualificabili come prodotti finanziari. Secondo un ragionamento ispirato ad un principio di non contraddizione¹⁷⁹ o anche ad un principio di coerenza della fattispecie con la disciplina positiva¹⁸⁰, il divieto, piuttosto che evidenziare un'incompatibilità strutturale tra offerta al pubblico e partecipazioni sociali in s.r.l.¹⁸¹, giustificerebbe tale qualificazione in ragione di una necessaria ragionevolezza della proibizione normativa. Una conferma in questo senso si rinviene, inoltre, nel dato normativo che definisce all'art. 1, comma 1, lett. u), t.u.f. i prodotti finanziari come «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria», sì da consentire di ricondurvi le quote, le quali, sebbene non destinabili al mercato mobiliare, sono pur sempre sottoscritte a fronte di un esborso finanziario

S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera- G. Presti, vol. II, Zanichelli, Torino-Bologna, 2005, 67 e ss.; M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 567 e ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*¹¹, Giappichelli, Torino, 2018, 8 e ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹⁰, Giappichelli, Torino, 2020, 91 e ss.

¹⁷⁶ Art. 1, comma 1 bis t.u.f.

¹⁷⁷ F. ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2013, 16 e ss.; A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs.n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, nt. 93.

¹⁷⁸ G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 501; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 536; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l., cit.*, 379; L.A.BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 312; F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione, cit.*, 137 e ss.; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 714; M. ONZA, L. SALAMONE, *op. ult. cit.*, 567; M. CIAN, *op. ult. cit.*, 1451; V. DE STASIO, *sub art. 2468*, in *Codice commentato della s.r.l.*, diretto da Benazzo P-Patriarca S., Torino, 2006, 128 e ss.; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Giuffrè, Milano, 2021, 37; S. PATRIARCA, *op. ult. cit.*, 79 e ss.

Contra M. PINNARÒ, *Art. 2468*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini-A. Stagno d'Alcontres, vol. III., Jovene, Napoli, 2004, 1493 secondo cui il divieto sarebbe «descrittivo di una incompatibilità tipologica tra la categoria dei prodotti finanziari e la fattispecie della quota di partecipazione di s.r.l.».

¹⁷⁹ M. SCIUTO, *op. ult. cit.*, 536.

¹⁸⁰ F. BRIZZI, *op. ult. cit.*, 141.

¹⁸¹ In questo senso M. PINNARÒ, *op. ult. cit.*, 1493 e ss.

ed in funzione di un ritorno economico, sottoforma di dividendo o aumento del valore della partecipazione¹⁸².

La sollecitazione può essere anche rivolta al pubblico risparmio ai fini della richiesta di prestiti, piuttosto che di conferimenti. Sul versante del capitale di credito, la fermezza legislativa relativa all'accesso della s.r.l. ai mercati mobiliari è decisamente affievolita. Nell'intento di abbattere la dipendenza della s.r.l. dal finanziamento bancario, il legislatore del 2003 ha abrogato l'art. 2486, ultimo comma c.c., consentendo alla s.r.l. di emettere, previa disposizione statutaria, valori mobiliari¹⁸³, della *species* dei titoli di debito, quand'anche con una riserva di sottoscrizione in favore di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale¹⁸⁴. La s.r.l. può, dunque, ricorrere al mercato obbligazionario, sebbene non in forma

¹⁸² A. GUACCERO, *op. ult. cit.*, 714; F. BRIZZI, *op. ult. cit.*, 135; S. PATRIARCA, *op. ult. cit.*, 81 ricorrendo un investimento -conferimento in società- di natura finanziaria, che può essere considerato quell'esborso di denaro programmato per iniziare e terminare con il denaro

¹⁸³ L'art. 1, comma 1 *bis*, lett. b) include tra i valori mobiliari «obbligazioni e altri titoli di debito», cui la dottrina riconduce la fattispecie dell'art. 2483, consentendo di qualificarli anche come strumenti finanziari. Sul punto, F. ACCETTELLA, *op. ult. cit.*, 19; S. PATRIARCA, *op. ult. cit.*, 91.

¹⁸⁴ Sui titoli di debito si rimanda agli scritti di P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 799 e ss.; A.P. PERRONE, *Società a responsabilità limitata e mercati dei capitali*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 312 e ss.; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 1275; A. DALMATERLLO, *Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 125 e ss.; F. BRIOLINI, *L'emissione e la sottoscrizione di titoli di debito*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 427 e ss.; M. STELLA RICHTER, *I titoli di debito della società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, 987 e ss. G. ZANARONE, *sub. 2483* in *Della società a responsabilità limitata, artt. 2462-2474* in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 1765 e ss.; U. MINNECI, *Titoli di debito*, in *Trattato delle società*, t. III, a cura di Donativi, Utet giuridica, Milano, 2022, 798 e ss. A. GIANNELLI, *sub art. 2483*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi LA., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P-Bianchi L.A.-Ghezzi I-Notari M., Egea, Milano, 2008, 1337 e ss.

diretta¹⁸⁵, e usufruire della tecnica cartolare¹⁸⁶, anche e soprattutto ai fini dell'appello indiretto al pubblico risparmio e della creazione di un mercato secondario dei diritti alla restituzione del capitale e degli interessi, nel contesto del quale il risparmio anonimo è, ad ogni modo, tutelato dalla garanzia della solvenza dell'emittente di cui è gravato il trasferente.

Il mutato quadro normativo inerente al rapporto della s.r.l. con il mercato mobiliare conferma, anche nel contesto della disciplina risultante all'esito della riforma del 2003, l'interpretazione già prospettata del divieto di rappresentazione delle quote in azioni secondo cui la previsione va circoscritta al solo divieto di cartolarizzazione delle quote, senza interdire la divisione del capitale sociale secondo il modello azionario. La disciplina attinente al piano del *debt finance* disvela, infatti, un avvicinamento della struttura finanziaria della s.r.l. a quella della s.p.a., consentendo alla prima l'avvio di operazioni di finanziamento scomposte in plurime unità omogenee secondo una logica di frazionamento astratta e preventiva e non

¹⁸⁵ La stessa legge delega alla riforma delle società di capitali, l. 3 ottobre 2001, n. 366, dispone all'art. 3, 2 comma lett. g) che uno dei criteri direttivi a cui deve ispirarsi la riforma della s.r.l. è quello di disciplinare condizioni e limiti per l'emissione e il collocamento di titoli di debito presso operatori qualificati, prevedendo il *divieto di appello diretto al pubblico risparmio*. Al riguardo, M. CAMPOBASSO, *op. ult. cit.*, 1277, F. BRIZZI, *op. ult. cit.*, 26 precisano, infatti, che l'eventuale offerta agli investitori professionali di titoli di debito non è un'offerta al pubblico ma una raccolta privata, come confermato dal Provvedimento di Banca d'Italia, 8 novembre 2016, n. 584, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, III sez., 2 par., lett. e) secondo cui "non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi [...] e) presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale".

¹⁸⁶ P. SPADA, *op. ult. cit.*, 799 il quale, individuando la *ratio* del pregresso divieto di emissione per la s.r.l. di emettere obbligazioni nell'intento efficientistico di favorire la grande impresa che avrebbe naturalmente assunto le vesti di s.p.a., rigettando di converso la spiegazione solidaristica (di tutela del pubblico risparmio) che dello stesso era stata accolta da altri autori i quali su tale base avevano altresì ricavato un divieto di emissione di titoli di massa atipici, sostiene che la sua soppressione abilita automaticamente la s.r.l. ad avvalersi della tecnica cartolare. L'a., ad ogni modo, ritiene che la tecnica cartolare non sia essenziale, potendo concedersi il ricorso a documenti che non sono titoli. In quest'ultimo senso anche la *Relazione Mirone allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, 36 specifica che l'emissione potrà riguardare titoli di debito, anche cartolarizzati, confermando come i titoli che la s.r.l. può emettere sono riconducibili ai titoli di credito ma non si esauriscono in essi. G. ZANARONE, *sub. 2483, cit.*, 1770 che ritiene possibile l'impiego di documenti destinati a circolare che non sono titoli, come i titoli impropri, oppure di documenti neanche destinati a circolare, come i documenti di legittimazione. Anche A. PERRONE, *Società a responsabilità limitata e mercati dei capitali, cit.*, 996.

individualistica, discutendosi a tale riguardo della sola ammissibilità di titoli di debito individuali¹⁸⁷. Sul versante, invece, dell'*equity*, l'introduzione del divieto di offerta al pubblico delle quote, previsione da cui la dottrina¹⁸⁸ desume con particolare enfasi i caratteri di unicità ed unitarietà delle quote sociali, sottolineandone anche in quel contesto la valenza identificativa del tipo s.r.l.¹⁸⁹, esplicita con maggiore chiarezza la

¹⁸⁷ M. CAMPOBASSO, *op. ult. cit.*, 1284 sottolinea che «è pacifico che i titoli di debito possono essere emessi in serie come frazioni omogenee di un'unitaria operazione di finanziamento. È dubbio, invece, se la serialità debba essere considerata requisito necessario o se sia invece consentito emettere un unico titolo di debito a fronte del prestito ottenuto dalla società», concludendo in senso favorevole. Parimenti A. GIANNELLI, *sub art. 2483, cit.*, 1350 ritiene che l'emissione in serie non costituisca un elemento tipizzante della fattispecie dei titoli di debito, costituendo esso una mera facoltà per l'emittente, non sussistendo alcun vincolo al riguardo. «Nulla impedisce quindi che l'operazione di prestito sia rappresentata da un unico titolo di debito infungibile, secondo lo schema dei titoli individuali.» In favore, invece, della serialità necessaria G. ZANARONE, *sub. 2483, cit.*, 1772, che richiama l'art. 2483, 3 comma là dove dispone la necessità del consenso della *maggioranza dei possessori dei titoli* ai fini della modifica delle condizioni del prestito. Anche M. STELLA RICHTER, *I titoli di debito della società a responsabilità limitata, cit.*, 996 secondo cui, invece, i titoli di debito sarebbero necessariamente dei titoli di massa, richiamando le analogie con lo strumento obbligazionario, nonché la circostanza che la possibilità di emettere titoli di debito è stata introdotta dalla riforma, superando il pregresso divieto per la s.r.l. di emettere obbligazioni, sicché risulta conseguenziale configurarli come seriali al pari delle obbligazioni.

¹⁸⁸ Desumono l'unicità della quota da detto principio, anche in seguito alla riforma, L.A. BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 307 e 310; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468, cit.*, 1799; M. MALTONI, *sub art. 2468, cit.*, 1816; Id., *La partecipazione sociale, cit.*, 193; L. DI NELLA, *sub art. 2468, cit.*, 274; O. CAGNASSO, *La partecipazione sociale, cit.*, 126; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 531; P. SPADA, *op. ult. cit.*, 799, G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 511 e ss. che, alla luce in particolare della riforma, riteneva che nella s.r.l. non potessero «crearsi, indipendentemente dalla loro deducibilità in titoli di credito, partecipazioni-tipo, sì che il socio di s.r.l., a differenza di quello di s.pa., debba essere considerato titolare giammai di più quote ma sempre e solo di una.» Ma v. come lo stesso autore in Id., *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma, cit.*, 149 auspicava che il legislatore delegato in sede di attuazione della legge delega rigettasse l'idea che il divieto per la s.r.l. di emettere titoli comporti l'impossibilità per la medesima anche di avere il proprio capitale diviso in quote di eguale valore e di consentire quindi la titolarità di più quote in capo allo stesso socio. Sul divieto di rappresentazione delle quote in azioni si veda la ricostruzione delle varie interpretazioni ad esso date effettuate da F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione, cit.*, 74 e ss. e 151.

¹⁸⁹ Dopo il 2003 sottolineano il significato "tipologico" del divieto di rappresentare le quote in azioni P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452 e 2462 del Codice civile, cit.*, 5 e

ratio legislativa sottostante al divieto a cui questo ulteriore è stato accostato, vale a dire l'obiettivo di interdire l'apertura al pubblico della s.r.l., mettendo in primo piano la sua caratteristica storica di società chiusa e a ristretta base sociale¹⁹⁰. Fermo restando che la predisposizione di

ss; L. DI NELLA, *sub art. 2468, cit.*, 5 e ss. secondo il quale «l'esplicito divieto di sollecitazione all'investimento in partecipazioni in società a responsabilità limitata ben potrebbe valorizzarsi come indice di un'incompatibilità tipologica tra società a responsabilità limitata e scomposizione del rapporto sociale in unità omogenee e, quindi, di una necessaria coincidenza tipologica tra plurilateralità e pluripersonalità». M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 554, secondo il quale il tradizionale discrimine tipologico fra s.r.l. e s.p.a. è sancito dal divieto di rappresentazione in azioni tale «per cui le partecipazioni nel primo tipo di società sarebbero necessariamente caratterizzate dal requisito della unitarietà intrinseca (o "unicità"), secondo il principio "tante quote quanti soci", tale per cui ogni partecipazione, in quanto descritta dall'essere riferita alla persona del socio, esprimerebbe un'unitaria posizione contrattuale». P. REVIGLIONO, *sub art. 2468 c.c., cit.*, 1799, secondo cui «la circostanza che la quota – a differenza delle azioni, che sono entità tra loro tendenzialmente autonome e distinte- rappresenti in modo *unitario* la posizione e le prerogative di quel determinato socio nell'ambito della società a responsabilità limitata sembra costituire un elemento tipologico e quindi un limite invalicabile per l'autonomia dei soci». Da ciò l'a. desume l'impossibilità di prevedere nell'atto costitutivo la divisione del capitale sociale in quote eguali ed indivisibili e quindi che al socio siano attribuite più quote. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma, cit.*, 145 che, oltre a ritenere elemento distintivo della fattispecie s.r.l. rispetto alla s.p.a. l'impossibilità di fare ricorso al mercato del capitale di rischio, ritiene che sia tale anche il divieto e la riserva di emissione di azioni «a giudicare dalla contrapposizione voluta dalla legge delega fra "rilevanza centrale del socio" (art. 3, comma 1, lett. a) e "rilevanza centrale dell'azione" (art. 4, comma 1) come motivi ispiratori della disciplina che il legislatore delegato è chiamato a dettare, rispettivamente, per la s.r.l. e per la s.p.a.»; F. TASSINARI, *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni, cit.*, secondo cui la riforma del 2003, in particolare, «pone un indirizzo di fondo che, in tema di unicità- pluralità della partecipazione sociale del singolo socio, sembra trovare l'estremo baluardo dell'imperatività, e quindi il limite sostanziale nei confronti di una scelta di accentuazione dei tratti capitalistici.» M. STELLA RICHTER jr., *La società a responsabilità limitata, cit.*, 184. *Contra* P. ABBADESSA, *sub art. 2325, in Società di capitali. Commentario.*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, v. I, Jovene, Napoli, 2004, 6 secondo il quale il divieto in questione, così come quello di offerta al pubblico delle quote, attiene al piano della disciplina e non a quello della fattispecie. Concorde anche A.A. DOLMETTA, *Sul "tipo" S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 32.

¹⁹⁰ L'opinione, qui condivisa, è attribuibile a V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 128 secondo il quale l'introduzione del divieto sembrerebbe rendere «assai meno pregnante – ai fini della definizione delle caratteristiche essenziali del tipo legale s.r.l. – il perdurante

partecipazioni tipo agevolata ed è funzionale alla raccolta di risparmio tra il pubblico, la proibizione espressa -contenuta nella disciplina passata - per la s.r.l. di accedere al mercato del capitale di rischio, in luogo di un divieto solo indiretto e fondato sul divieto di rappresentazione delle quote in azioni, giustificano, anche al cospetto della disciplina riformata nel 2003, un'interpretazione restrittiva di quest'ultima previsione. La "nuova" previsione, infatti, abbatteva immediatamente il rischio della creazione di un mercato di massa (primario e secondario) delle partecipazioni sociali, ad arginare il quale la lettura estensiva del citato divieto era invece funzionale. In considerazione, dunque, del mutato panorama normativo dell'epoca risulta peccare di eccessivo paternalismo l'orientamento contrario, ammesso che con la riforma legislativa il pubblico risparmio era adeguatamente tutelato con il divieto di offerta al pubblico delle partecipazioni in s.r.l., tradizionalmente inteso come atto a vietare tanto le sollecitazioni promosse dallo stesso emittente quanto quelle indirette, così evitando la creazione di un mercato primario e secondario delle quote di partecipazione¹⁹¹.

divieto di rappresentazione delle quote in azioni» che va inteso «solo nel suo aspetto (estrinseco) di esclusione della rappresentazione in titoli o altri strumenti negoziabili, che è quello più strettamente correlato al divieto della sollecitazione all'investimento degli stessi»; Id., *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, cit., 55 secondo cui «la correzione introdotta nel testo attuale dell'art. 2468 (...) sta a dimostrare l'acquisita consapevolezza del legislatore italiano che il fine del divieto di incorporazione è, appunto, di impedire il coinvolgimento del pubblico nel finanziamento della s.r.l. e che, per assicurare tale risultato, è necessario vietare non soltanto l'utilizzo di un mezzo idoneo alla realizzazione dell'attività pericolosa ma anche e direttamente vietare quest'ultima.

¹⁹¹ In questo senso V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 128 e ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 503 che desume che il divieto riguardi anche la sollecitazione indiretta dalle norme in tema di offerta al pubblico ex artt. 1 lett. f) tuf e 100 bis, 2 comma tuf e che esso impedisca la creazione tanto di un mercato di prima emissione che secondario da un'analisi dell'art. 3, 2 co. lett. g) della legge delega che, mentre per il collocamento dei titoli di debito interdice espressamente solo l'appello diretto, usa l'espressione "in ogni caso" per vietare l'appello per l'acquisto delle quote. Nello stesso senso, F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 79 e 86 che, nell'occuparsi dell'esatta portata tipologica del principio, verifica anche se il divieto richiami la sola definizione di offerta al pubblico o l'intera sua disciplina, sì da consentire, in questo secondo caso, il lancio di un'offerta al pubblico delle proprie quote quando essa rientri nei casi di esenzione ex art. 100 t.u.f. Egli conclude nel senso che «il diritto comune della s.r.l. esclude il ricorso all'offerta al pubblico in generale, senza che abbia alcuna incidenza la ricorrenza di una o più delle fattispecie individuate quali esenzioni dalla disciplina del t.u.f.».

Supportano, inoltre, la conclusione prospettata anche ulteriori elementi: anzitutto, la constatazione dell'ampia importanza attribuita dalla riforma, in linea con i principi generali dettati dalla legge delega¹⁹², all'autonomia statutaria nella s.r.l., anche con riguardo al contenuto della partecipazione sociale¹⁹³, che giustifica l'attribuzione di un analogo spazio operativo in relazione alla sua conformazione. Rilevano, inoltre, i risultati dell'analisi storico-comparatistica, in precedenza compiuta. Come essa ha rivelato, il criterio personalistico di divisione del capitale sociale, promosso dalla originaria disciplina codicistica su ispirazione degli ordinamenti germanici, è volto a riflettere l'intensità del rapporto che si intende prefigurare tra socio e società: un rapporto tendenzialmente permanente e duraturo, privo della moltitudine e del continuo ricambio di soggetti che ne sono parte. La strutturazione unitaria della partecipazione ha, da questo punto di vista, lo scopo di scongiurare il rischio della creazione di «*gleichwerthige Antheilsrechte*»¹⁹⁴ che, in quanto tali, si prestano ad un agevole commercio e alla realizzazione di un liquido mercato secondario. Ciò nonostante, lo schema azionario di frazionamento del capitale sociale non avrebbe contrastato con questo obiettivo, a quel tempo legislativamente perseguito, in ragione della sussistenza nel nostro ordinamento di ulteriori e maggiormente efficaci strumenti a presidio del suo raggiungimento. Il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, nella sua lettura basica di proibizione dell'emissione dei titoli, unitamente a quello di offerta al pubblico delle quote, erano già di per sé sufficienti a tutelare gli interessi del pubblico risparmio, arginando il rischio che nella società potesse venir coinvolta una molteplicità di piccoli investitori senza adeguata tutela. È utile a tale riguardo un richiamo alla riforma tedesca della *GmbH* con cui il legislatore ha definitivamente abbandonato il principio di unitarietà, incoraggiato dalla previsione della forma pubblica

¹⁹² L'art. 3, comma 1, lett. b) della Legge 3 ottobre 2001 n. 366 dispone: «1. La riforma della disciplina della società a responsabilità limitata è ispirata ai seguenti principi generali: a) prevedere un autonomo ed organico complesso di norme, anche suppletive, modellato sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci; b) prevedere un'ampia autonomia statutaria».

¹⁹³ Tra i criteri generali a cui occorre attenersi nel dettare la disciplina riformata delle società di capitali, la legge delega, 3 ottobre 2001, n. 366 individua all'art. 3, 2° comma lett. f) l'ampliamento dell'«autonomia statutaria con riferimento alla disciplina del contenuto e del trasferimento della partecipazione sociale».

¹⁹⁴ Si riprendono le parole della giustificazione posta alla base della previsione dell'unitarietà della quota di cui al § 5 della *GmbH-Gesetz* tedesca, già in precedenza richiamate e riportate interamente alla nt. 82.

per la circolazione delle parti sociali, reputata di per sé idonea a fungere da baluardo della fungibilità delle quote di partecipazione¹⁹⁵. In questo senso, inoltre, la comparazione effettuata con gli ordinamenti stranieri disvela la sussistenza di un'incompatibilità della s.r.l., almeno nella disciplina passata, con la sola apertura ai mercati e non con la standardizzazione del capitale sociale, come risulta da alcune legislazioni straniere, quale quella francese, che nel tipo sociale corrispondente alla s.r.l. nostrana espressamente abilitano una divisione del capitale sociale in partecipazioni-tipo e che a tale divisione affiancano il divieto di emissione di titoli di credito.

Infine, non può escludersi categoricamente l'eventualità di una previsione statutaria che introduca anche nella s.r.l. partecipazioni-tipo, di identico valore nominale ed indivisibili, optando per lo schema della pluralità di partecipazioni, anche per il cruciale rilievo che l'accoglimento della proposta lettura dell'art. 2468, 1 co. c.c. relegherebbe ad elemento essenziale della s.r.l. esclusivamente l'impossibilità per la stessa di far circolare le proprie quote secondo le regole cartolari. Ciò sarebbe sufficiente a distanziare quanto basta le partecipazioni sociali nel contesto delle società di capitali, annullando di conseguenza il timore - che diversi autori nutrivano ed in virtù del quale del divieto davano un'interpretazione estensiva - di tradire gli ideali portati avanti dalla riforma tramite un indesiderato ritorno al passato, quando la s.r.l. era concepita come «piccola società per azioni senza azioni»¹⁹⁶, causato dell'abbandono dei caratteri di unicità ed unitarietà della quota sociale.

Questo era, dunque, lo statuto della partecipazione nella s.r.l. risultante dalla fondamentale e significativa riforma che ha riguardato la società di capitali minore.

Ad ogni modo, il tentativo di approdare ad una corretta interpretazione dello schema legale della partecipazione sociale nella s.r.l. e dei suoi caratteri principali deve necessariamente transitare per un'analisi delle importanti riforme legislative che, a partire dal 2012, hanno riguardato la società a responsabilità limitata e che continuano, di anno in anno, a proliferare. Occorrerà, infatti, valutare l'attuale conformazione della partecipazione e dei suoi tratti peculiari in un contesto di riforme che hanno scosso profondamente la concezione della s.r.l. e il suo ruolo attuale. In effetti, le novità legislative riguardanti da ultimo le s.r.l. PMI, per quanto

¹⁹⁵ Detta riforma è stata esplicitata al par. 2.2 del presente capitolo, al quale si rimanda.

¹⁹⁶ L'espressione è del relatore LEVA, in sede di Sottocommissione delle Assemblée Legislative, riportata da A. GRAZIANI, *Diritto delle società, cit.*, 446.

testualmente esigue, hanno indotto taluni a parlare di un processo di «destrutturazione del tipo s.r.l.»¹⁹⁷, stante il significativo avvicinamento che è dato cogliere alla società per azioni e che riguarda soprattutto il profilo delle partecipazioni sociali¹⁹⁸. In particolare, i principi di unitarietà ed unicità della quota ed il conseguente corollario della divisibilità, già ampiamente discutibili in passato, risultano barcollare ulteriormente al cospetto dell'attuale normativa inerente alle s.r.l. PMI, nonostante il mantenimento in vigore della disposizione cardine nella sua deduzione interpretativa che prevede il divieto di rappresentazione delle quote in azioni. In effetti, *de iure condito*, si è propensi ad affermare un loro definitivo superamento per le s.r.l. PMI prospettando un analogo risultato, *de iure condendo*, per le s.r.l. *tout court*. Nel valutarne la perduranza o al contrario il loro definitivo superamento, quantomeno con riguardo alla s.r.l. PMI, occorrerà anche fornire una lettura ermeneutica dell'anzidetto divieto che risulti coerente, là dove possibile, con il mutato panorama legislativo e verificare se conferme dell'interpretazione poc'anzi prospettata dell'art. 2468, 1 co. c.c. possano ricavarsi dalla nuova disciplina. Parimenti, è necessario che sia oggetto di un'attenta analisi il divieto di offerta al pubblico delle quote, già prima della sua consacrazione normativa all'art. 2468 c.c. ricavato in via interpretativa dalla dottrina e di cui oggi la recentissima riscrittura dell'art. 100 *ter* t.u.f.¹⁹⁹ elimina la vigenza, oltre che per le s.r.l. PMI, anche per le s.r.l. "ordinarie". L'analisi, inoltre, proseguirà esaminando l'impatto che i mutamenti regolamentari hanno avuto sulla quota sociale nel suo complesso nell'intento di delineare il nuovo statuto della partecipazione in s.r.l.

¹⁹⁷ G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 703 e ss.

¹⁹⁸ In deroga alla disciplina codicistica la s.r.l. PMI può oggi acquistare proprie quote di partecipazione, offrirle al pubblico e differenziarle sotto forma di categorie di quote ai sensi dell'art. 26, commi 2, 5 e 6 D. L. 18 ottobre 2012 n. 179, riguardanti dapprima le sole start-up innovative, poi estese alle PMI innovative con D. L. n. 3/2015 e, infine, a tutte le PMI con D.L. 24 aprile 2017 n. 50.

¹⁹⁹ La riscrittura dell'art. 100 *ter* si deve al d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 di attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese.

CAPITOLO II

LA QUOTA DI S.R.L. PMI AL COSPETTO DELLA VENTATA RIFORMISTA

SOMMARIO: 1. La politica europea di sostegno alle PMI; 1.1. Le riforme italiane in tema di s.r.l. degli anni 2012-2015; 1.1.1 (segue) e degli anni successivi; 2. Una breve e doverosa premessa: la standardizzazione del capitale sociale della s.p.a. e le sue funzioni; 3. L'impatto problematico delle riforme sulla partecipazione sociale nella s.r.l. e sull'interpretazione corrente dell'art. 2468, 1 comma c.c.; 4. La possibilità di emettere categorie di quote; 4.1. Il superamento del divieto di titolarità plurima delle quote sociali; 4.2. Categorie di quote: standardizzazione qualitativa o anche quantitativa?; 4.2.1. Le opportunità di una possibile standardizzazione quantitativa delle quote di categoria; 5. L'offerta al pubblico di quote di s.r.l. sui mercati primari; 5.1. L'offerta al pubblico di quote e la loro possibile standardizzazione; 5.2. La negoziazione delle quote sociali sui mercati secondari; 5.2.2. La qualificazione della quota come valore mobiliare e la sua eventuale *tokenizzazione*; 6. I primi risultati dell'indagine.

1. La politica europea di sostegno alle PMI

È a tutti nota l'attenzione che le piccole e medie imprese (d'ora innanzi, PMI), anche in considerazione della loro diffusa presenza nei Paesi europei²⁰⁰, hanno suscitato nei riguardi del legislatore nazionale ed eurounitario nell'ultimo decennio. Le PMI hanno, infatti, rivestito un ruolo centrale nella costruzione della strategia europea di superamento del momento di depressione economica che ha riguardato l'Unione europea in seguito alla crisi finanziaria del 2007 e alla correlata crisi dei debiti sovrani

²⁰⁰ Al tale riguardo, risultano di particolare rilievo i numeri raccolti dall'Ufficio dell'Unione europea (Eurostat) sulla base di una *structural business statistics* del 7 novembre 2023 e reperibile su https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Structural_business_statistics_overview, ove viene documentato che dei 31 milioni di imprese attive nell'Unione europea nel 2021 il 98% sono piccole e medie imprese che impiegano i due terzi della forza lavoro nell'economia imprenditoriale europea.

degli anni 2010-2011. La risposta elaborata a livello europeo all'instabilità del sistema economico dell'Eurozona si è rivolta in particolare a tale cerchia di imprese, rappresentando esse «la vera ossatura dell'economia dell'Unione Europea»²⁰¹ e, dunque, l'inevitabile elemento da considerare per addivenire ad una rapida ripresa. La politica industriale dell'UE, fondata sull'art. 173 TFUE, è stata così integrata da un'ulteriore politica unionale, incentrata propriamente sulla crescita e sull'espansione di tale segmento di imprese nella consapevolezza del loro potenziale di produttività, innovazione, sviluppo tecnologico e di forza lavoro, nonché degli effetti decisamente negativi che le menzionate crisi hanno dispiegato nei loro riguardi.

Le criticità della forte dipendenza della piccola imprenditoria dal canale bancario sono state messe a nudo proprio dal segnalato *downturn* economico²⁰². In effetti, l'introduzione della normativa prudenziale e contabile di Basilea nel 2010 e la stretta all'erogazione del credito bancario²⁰³ che ne è derivata, soprattutto per le PMI, hanno reso evidente

²⁰¹ D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, Quaderno giuridico Consob, 24 giugno 2022, 9.

²⁰² D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *op. ult. cit.*, 15; S. ALVARO, S. CASELLI, D. D'ERAMO, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, Quaderno giuridico Consob, 18 dicembre 2018, 7 e ss.; Circolare Assonime n. 39/2013 con il titolo *Le innovazioni sulla finanza di impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, in *Riv. soc.*, 2014, 239. V. anche F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 6 che si sofferma in particolare sulla sottocapitalizzazione delle PMI italiane e sulla loro dipendenza dal credito bancario. L'espressione «finanza alternativa» è entrata nell'uso corrente per designare «tutte le fonti diverse dal tradizionale approvvigionamento bancario» (così E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI srl sul mercato di capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, 272; v. anche il IV Quaderno di ricerca intitolato *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, a cura degli Osservatore *Entrepreneurship Finance & Innovation*, Politecnico di Milano, novembre 2021)

²⁰³ Il riferimento è all'introduzione delle nuove regole contabili sulle banche e al rinnovamento dei relativi requisiti patrimoniali in attuazione degli accordi di Basilea III. con la conseguente implementazione del pacchetto CDR IV/CRR che si compone della Direttiva n. 36/2013 e del Regolamento (UE) n. 575/2013. Al riguardo, si v. F. ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'Ue*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 462 e ss. Oltre a ciò, la crisi finanziaria ha indotto l'Unione europea ad adottare ulteriori misure che hanno parimenti limitato l'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese: quelle volte alla creazione dell'Unione bancaria europea (UBE) e consistenti nell'implementazione di un

la fragilità di un contesto normativo caratterizzato da una marginalizzazione del ruolo del mercato nel finanziamento delle piccole imprese²⁰⁴.

Da tali premesse è emerso il proposito di aumentare la competitività e lo sviluppo delle PMI, promuovendone l'accesso alla ricerca e all'innovazione²⁰⁵. Parimenti, è stata avvertita l'esigenza di individuare per dette imprese canali di finanziamento alternativi a quello bancario, sia sul piano del *debt* che dell'*equity*, anche alla luce dello sviluppo tecnologico che ha riguardato il settore dell'intermediazione finanziaria. La logica economica sottesa a tale impegno è stata quella di garantire un sistema di finanziamento adatto alle specifiche esigenze imprenditoriali di ricerca e sviluppo (R&D) ed innovazione nella consapevolezza, oltre che della menzionata riduzione dell'offerta bancaria, della maggiore difficoltà di reperimento di risorse da parte di imprese

Meccanismo Unico di vigilanza con il Regolamento (UE) n. 1024/2013 e di un Meccanismo Unico di gestione delle crisi con il Regolamento (UE) n. 806/2014. Una disamina di tutte le nuove misure che hanno riguardato il settore bancario in conseguenza della crisi finanziaria è effettuata da A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, 181 e ss.

²⁰⁴ Sulla difficoltà di accesso al finanziamento quale ostacolo che intralcia la crescita delle PMI si v. BCE, *Survey on the Access to Finances of SMEs*, 2023 e anche N. LINCIANO, A. CIAVARELLA, *Profili economici dell'accesso delle PMI al mercato dei capitali*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del Convegno Courmayeur 14-15 settembre 2018, a cura di P. Montalenti, Giuffrè, Milano, 2020

²⁰⁵ N. ČUČKOVIĆ e V. VUČKOVIĆ, *EU R&D Funding as a Way of Incentivizing Innovation of SMEs: A Review of Impacts*, in *Croatian Economic Survey*, Vol. 20: No. 2: December 2018, 98 i quali analizzano l'attenzione riposta dall'UE sui settori menzionati con riguardo alle imprese PMI, reputate fattore trainante dell'innovazione e della ricerca e strumento di messa in contatto del mondo dell'imprenditoria con tali fondamentali settori di crescita economica. Gli autori sottolineano e dimostrano il ruolo positivo assunto dalle PMI nella promozione dell'innovazione e, indirettamente, della crescita economica; esaminano il ruolo e l'impatto della politica europea di sostegno al finanziamento delle PMI nel settore dell'innovazione. Nella Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Rivedere la politica comunitaria a favore dell'innovazione nella prospettiva di un mondo che cambia*, COM (2009) 442 final, 2 settembre 2009 l'innovazione viene definita come «la capacità di tradurre idee nuove in risultati commerciali, ricorrendo a processi, prodotti o servizi nuovi in modo migliore e più veloce della concorrenza»..

innovative²⁰⁶, soprattutto se poi di dimensioni ridotte o nella fase di *start-up*²⁰⁷.

In quest'ottica, si segnalano diversi programmi di azione europei che, per quanto privi di valore vincolante, hanno certamente influito sulla legislazione, anche societaria, adottata nei vari Stati membri e in Italia. Anzitutto, occorre tenere presente l'iniziativa dello "Small Business Act"

²⁰⁶ S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2022, 75 e ss. la quale sottolinea che «Le PMI e start up innovative sono entità di più difficile comprensione e valutazione soprattutto per i fornitori di debito rispetto ad imprese più ampie e con modelli di attività tradizionali. Le PMI start up innovative presentano un maggiore livello di rischio legato a i) potenziali di crescita di complessa valutazione, derivanti da conoscenze scientifiche e proprietà intellettuale; ii) offerta di prodotto/servizio non testata dal mercato; iii) spesso accompagnati dalla mancanza di asset fisici che possano essere posti a garanzia dell'investimento. Da queste caratteristiche deriva un livello di maggiore difficoltà di accesso ai capitali, soprattutto in modelli economici nei quali la fonte primaria di finanziamento è quella bancaria.» D. COLONNELLO, E.R. IANNACONE, G. MOLLO, M. ONZA, *op. ult. cit.*, 9 che danno conto dell'ingente quantitativo di risorse che occorre alle imprese, soprattutto nella fase di *start up*, in ragione dell'intrapresa di un'attività imprenditoriale funzionale alla realizzazione e all'offerta di prodotti innovativi che implicano rilevanti investimenti in attività di ricerca e sviluppo, marketing, acquisizione o formazione interna di competenze e professionalità specifiche. Gli a. segnalano un «maggiore livello di rischiosità del business, in ragione dell'elevato livello di innovazione del prodotto/servizio realizzato, che rende difficoltosa la previsione dei possibili andamenti aziendali futuri».

²⁰⁷ I. SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union in Contratto e impresa*, 4/5, 2016, 942 evidenzia la consueta difficoltà delle PMI di acquisire sul mercato mezzi finanziari «per ragioni riconducibili in via primaria a valutazioni di merito creditizio, nonchè per il limitato potere contrattuale che ne connota l'agere. A ciò si aggiunga la recente propensione degli intermediari bancari ad intraprendere attività di *deleveraging*, volte cioè a conseguire riduzioni del grado di leva a fini di ricapitalizzazione, oltre che nella prospettiva di superare le verifiche di Asset Quality Review.» Parimenti, D. COLONNELLO, E.R. IANNACONE, G. MOLLO, M. ONZA, *op. ult. cit.*, 9 che precisano la difficoltà per le imprese, specialmente nella fase di *start-up*, di reperire finanza esterna, in particolare nella forma di capitale di credito, quand'anche la stessa risulti maggiormente adeguata per le PMI innovative rispetto al c.d. capitale di debito a finanziare progetti di *business* caratterizzati da incerte probabilità di successo. Gli ostacoli all'accesso a tali finanziamenti sono individuati nel «basso merito creditizio dell'impresa. Infatti, in tale fase l'impresa si caratterizza per l'assenza di *track record*, l'elevata incertezza del business intrapreso, oltre che per i problemi di *agency*, *moral hazard* ed opacità informativa.»

promossa con la Comunicazione della Commissione n. 394/2008²⁰⁸ e funzionale a sviluppare un ambiente normativo, sociale ed economico più accogliente per le PMI, prevedendo a tal fine, fra i vari obiettivi, l'agevolazione dell'accesso al mercato del capitale di rischio²⁰⁹ e la promozione di investimenti nella ricerca e nello sviluppo²¹⁰ da parte delle

²⁰⁸ Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2008) 394 final, revisionata nel 2011 e intitolata *Una corsia preferenziale per la piccola impresa – Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (un “Small Business Act” per l’Europa)*, commentata da G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent’anni dalla riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2023, 40 e 62 nt. 83.

²⁰⁹ Nella citata comunicazione, nel prevedere l’obiettivo anzidetto, si evidenzia quanto segue: «L’avversione al rischio fa sì che spesso investitori e banche evitino di finanziare aziende appena o da poco fondate. Possibili carenze di mercato del sistema creditizio verso le PMI vanno identificate e corrette per dare ulteriore impulso ai mercati europei dei capitali di rischio, migliorare l’accesso delle PMI al microcredito e al finanziamento mezzanino e sviluppare nuovi prodotti e nuovi servizi. Inoltre, molti imprenditori vanno orientati e istruiti sui vantaggi e gli svantaggi delle varie forme creditizie e sui modi per presentare i progetti d’investimento a potenziali finanziatori.» Si v. anche la *Risoluzione del Parlamento europeo del 15 giugno 2010 sulla politica comunitaria a favore dell’innovazione nella prospettiva di un mondo che cambia*, 15 giugno 2010, 2011/ C 236 E/06 la quale sottolinea l’esigenza di rafforzare gli imprenditori che agiscono da traino dell’innovazione in Europa, quale prerequisito necessario per l’efficace funzionamento di un mercato interno competitivo; che le PMI svolgono un ruolo centrale come partner nelle catene del valore nonché come fornitrici autonome di prodotti innovativi. Richiede un approccio europeo rafforzato nei confronti del finanziamento dell’innovazione, tanto pubblico quanto privato, e all’uopo, sottolinea «la necessità di tener conto delle diverse esigenze finanziarie e dell’intensità di innovazione delle imprese durante fasi diverse quali quelle di avvio e di crescita; sottolinea la necessità di creare i presupposti per una migliore disponibilità di capitali di rischio, tenendo in considerazione le esigenze delle PMI (...) invita i competenti attori a livello di Stati membri e di Unione a sviluppare gli strumenti di finanziamento delle piccole e medie imprese già sperimentati, quali microcrediti, capitale di rischio per i giovani che intendono investire in imprese innovative, *business angels* per la sponsorizzazione di progetti commerciali, ad esempio dei giovani ricercatori, prestiti, e garanzie e a creare incentivi fiscali per gli investimenti, dal momento che ciò ridurrebbe il rischio di una dislocazione delle imprese a seguito di una disciplina comunitaria in materia di aiuti pubblici sfavorevole agli investimenti e li stimolerebbe a utilizzare risorse umane per la ricerca e l’innovazione, garantendo così lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi».

²¹⁰ Nel contesto dello *Small Business Act* questo obiettivo è declinato invitando gli Stati membri a «stimolare la crescita delle competenze delle PMI in campi come la ricerca e l’innovazione, semplificando, ad esempio, l’accesso a infrastrutture pubbliche di ricerca, usando servizi di R&S, assumendo personale specializzato e con la formazione,

piccole imprese²¹¹. Trattasi di propositi che l'Unione europea ha considerato centrali anche nella delineazione nel 2010 della nuova strategia *Europa 2020*²¹² e nella previsione delle iniziative faro della "Politica industriale dell'era della globalizzazione" e della "Unione dell'innovazione" , in relazione alle quali si sottolinea la necessità di «maggiori iniezioni di capitale privato per investimenti produttivi, in particolare ad opera dei mercati di *venture capital*»²¹³, con specifico riguardo alle imprese innovative che, specialmente nella fase di avviamento, devono attraversare la c.d. «valle della morte»²¹⁴. Inoltre,

come permette il nuovo quadro comunitario per gli aiuti di Stato alla ricerca, allo sviluppo e all'innovazione; (...) permettere alle PMI un agevole accesso ai finanziamenti relativi allo spirito imprenditoriale, all'innovazione e alla conoscenza».

²¹¹ Nella citata Comunicazione, il programma di *Small Business Act* dovrebbe essere realizzato perseguendo 10 obiettivi: I. Dar vita a un contesto in cui imprenditori e imprese familiari possano prosperare e che sia gratificante per lo spirito imprenditoriale; II. Far sì che imprenditori onesti, che abbiano sperimentato l'insolvenza, ottengano rapidamente una seconda possibilità; III. Formulare regole conformi al principio "Pensare anzitutto in piccolo"; IV. Rendere le pubbliche amministrazioni permeabili alle esigenze delle PMI; V. Adeguare l'intervento politico pubblico alle esigenze delle PMI: facilitare la partecipazione delle PMI agli appalti pubblici e usare meglio le possibilità degli aiuti di Stato per le PMI; VI. Agevolare l'accesso delle PMI al credito e sviluppare un contesto giuridico ed economico che favorisca la puntualità dei pagamenti nelle transazioni commerciali; VII. Aiutare le PMI a beneficiare delle opportunità offerte dal mercato unico; VIII. Promuovere l'aggiornamento delle competenze nelle PMI e ogni forma di innovazione; IX. Permettere alle PMI di trasformare le sfide ambientali in opportunità; X. Incoraggiare e sostenere le PMI perché beneficiano della crescita dei mercati.

²¹² Comunicazione della Commissione, COM(2010) 2020 final - *Europa 2020, Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, del 3 marzo 2010. Per un commento alla stessa si rimanda a F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 13 e ss.

²¹³ L'espressione è ripresa dalla Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2010) 614 final, *Una politica industriale integrata per l'era della globalizzazione. Riconoscere il ruolo centrale di concorrenzialità e sostenibilità*, del 28 ottobre 2010, ove viene nello specifico declinata l'iniziativa faro della politica industriale e dove, tra l'altro, si sottolinea la necessità di maggiore finanza privata in particolare «per il finanziamento delle imprese in fase di avviamento, delle aziende che presentano una crescita dinamica e delle attività di ricerca, sviluppo e innovazione, che spesso risulta impossibile finanziare con fondi propri.»

²¹⁴ L'espressione è ripresa dalla Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle

transitando anche per un specifico piano d'azione volto a migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti²¹⁵, le istituzioni europee pervengono ad elaborare un ulteriore *Action Plan* per la creazione di un *Capital Market Union* del 2015²¹⁶ ed ivi evidenziano la necessità di ampliare il ventaglio

regioni, COM(2010) 546 final, *L'iniziativa faro Europa 2020. L'Unione dell'innovazione*, del 6 ottobre 2020 ove viene nello specifico declinata l'iniziativa faro dell'Unione dell'innovazione. L'anzidetta espressione è riferita alla fase di *start-up* ove vengono meno i finanziamenti pubblici alla ricerca ed è al tempo stesso difficile attrarre finanziamenti privati.

²¹⁵ Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2011) 870 final, *Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti*, del 7 dicembre 2011 ove si dà conto della necessità di prevedere una regolamentazione specifica dei fondi di *venture capital*, cui ha fatto seguito il Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il *venture capital* e modificato con l'ulteriore Regolamento (UE) n. 1991/2017; di incoraggiare l'accesso delle Pmi al mercato dei capitali, tramite lo sviluppo di un nuovo tipo di sede di negoziazione quale sottocategoria dei sistemi multilaterali di negoziazione («MFT»), i c.d. mercati di crescita, introdotti poi dalla Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. Mifid II), modificata unitamente ai i Regolamenti (UE) n. 596/2014 (sugli abusi di mercato) e (UE) 2017/1129 (relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica) dal Regolamento (UE) 2019/2115 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI; di rivedere l'impatto dei requisiti patrimoniali delle banche sulle PMI; di stimolare l'attività dei *business angels*; di ridurre gli oneri di informazione finanziaria a carico delle PMI quotate, cui ha fatto seguito i) la Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai bilanci annuali, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di taluni tipi di imprese, il cui decreto di attuazione – d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139, ha introdotto nel nostro ordinamento l'art. 2435 *ter* e il bilancio delle micro-imprese; ii) il Regolamento sul Prospetto [Regolamento (UE) 2017/1129] che prevede per le PMI un "Prospetto UE della crescita" semplificato e iii) il Regolamento sugli abusi di mercato, già citato [Regolamento (UE) 2014/596], che stempera alcuni aspetti della sua disciplina per i mercati di crescita delle PMI. Per un primo commento sulla normativa europea inerente ai mercati di crescita e la riduzione degli oneri di informazione finanziaria si rimanda a G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in AGE, 2013, 203 e ss.

²¹⁶ Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, del 30 settembre 2015, ampiamente commentata da F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 13 ss.; A. PERRONE, *Capital market Unione. A proposal for action*, in *Rivista ODC*, 3, 2016; D. SICLARI, *European capital markets e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 481 e ss. Ivi, la Commissione evidenzia la necessità di

dei canali di finanziamento in favore delle imprese in tutte le fasi del “*funding escalation*”, rendendo loro possibile il ricorso al *crowdfunding*, al *venture capital*, ai *business angels* e al *private placement*.

Nel complesso, dalla documentazione europea citata emerge una strategia di crescita economica dell’UE, potenziata in seguito alla pandemia da COVID-19²¹⁷, incentrata sull’innovazione e sul tentativo della

pervenire ad un’unificazione finanziaria dell’Unione, la quale «dovrebbe permettere all’Unione europea di avanzare verso una situazione in cui, ad esempio, le PMI possano ottenere finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese, i costi di investimento e di accesso ai prodotti di investimento convergono in tutta l’UE, diventi sempre più facile ottenere finanziamenti attraverso i mercati dei capitali e sia possibile chiedere finanziamenti in un altro Stato membro senza scontrarsi con inutili barriere giuridiche o di vigilanza». A tal fine, si propongono diversi obiettivi, evidenziati in sei sezioni, il cui conseguimento – tramite l’adozione di 33 misure - è considerato essenziale per realizzare il *capital market union* e consistenti nel *i)* finanziamento dell’innovazione, delle *start-up* e delle società non quotate; *ii)* semplificare l’accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati dei capitali aperti al pubblico; *iii)* investimenti a lungo termini; *iv)* promozione degli investimenti *retail* e istituzionali; *v)* sfruttamento della capacità bancaria per sostenere l’economia; *vi)* facilitare gli investimenti transfrontalieri. Il piano d’azione citato è stato revisionato con Comunicazione della Commissione europea al parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Sulla revisione intermedia del piano d’azione per l’Unione dei mercati dei capitali*, COM(2017) 292 final, 8 giugno 2017.

²¹⁷ Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final, del 24 giugno 2020 dove si manifesta nuovamente il proposito della realizzazione dell’Unione dei mercati dei capitali, soprattutto in seguito alla crisi generata dal virus COVID-19, e si tracciano tre obiettivi principale: *i)* sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; *ii)* rendere l’UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; *iii)* fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico. Al riguardo, v. C. GORTSOS, *The foundation of the European Capital Markets Union (CMU): From the 2015 to the 2020 CMU Action Plan and their implementation*, 2022 disponibile su SSRN, al seguente indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4005259. In relazione al Piano di Azione, ai nostri fini, rileva evidenziare l’obiettivo di istituire una nuova piattaforma attiva a livello UE – c.d. punto di accesso unico europeo – implementato con una *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità*, COM(2021) 723 final, 25 novembre 2021, nonché quello inerente alla riduzione dei costi per la quotazione da parte delle PMI, cui ha fatto seguito una *Proposta di Direttiva del*

sua implementazione tramite lo sviluppo del protagonista imprenditoriale delle PMI. Per favorire questo processo di crescita nell'innovazione, si reputa cruciale, come si è sottolineato, assicurare alle imprese adeguate risorse finanziarie e svariate fonti da cui reperirle per effettuare soprattutto investimenti innovativi.

1.1. Le riforme italiane in tema di s.r.l. degli anni 2012-2015

Nel solco tracciato dalla politica europea illustrata, il legislatore italiano, a partire dal secondo decennio di questo secolo, ha avviato una lunga e tumultuosa stagione di riforme impattante sul diritto societario ed improntata alla promozione di fattori, reputati cruciali per la ripresa del nostro sistema economico, quali la competitività, l'innovazione, la semplificazione e lo sviluppo dell'imprenditorialità. In particolare, l'azione legislativa ha preso l'avvio con la L. 12 novembre 2011, n. 180, recante il c.d. Statuto delle imprese, dichiaratamente²¹⁸ emanato in attuazione dello *Small Business Act* europeo del 2008 e qualificabile alla stregua di un atto privo di immediata efficacia operativa e meramente programmatico delle linee guida di intervento e degli obiettivi legislativi prefissati²¹⁹. La semplificazione normativa e la promozione di nuovi canali

*Parlamento europeo e del Consiglio, che modifica la direttiva 2014/65/UE al fine di rendere i mercati pubblici di capitali dell'Unione più attrattivi per le società e di facilitarne l'accesso ai capitali per le piccole e medie imprese e che abroga la direttiva 2001/34/CE, COM(2022) 760 final, 7 dicembre 2022, e l'introduzione di obblighi per le banche, che hanno negato la concessione di prestiti, di individuare per le PMI finanziamenti alternativi. La politica unionale attenzionata è stata da ultimo implementata anche dall'introduzione di una disciplina europea inerente al fenomeno del *crowdfunding* consistente nel Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese.*

²¹⁸ L'art. 1 della L. n. 180/2011 recita al secondo comma «I principi della presente legge costituiscono norme fondamentali di riforma economico-sociale della Repubblica e principi dell'ordinamento giuridico dello Stato e hanno lo scopo di garantire la piena applicazione della comunicazione della Commissione europea COM(2008) 394 definitivo, del 25 giugno 2008, recante «Una corsia preferenziale per la piccola impresa - Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (uno "Small Business Act" per l'Europa)», e la coerenza delle normative adottate dallo Stato e dalle regioni con i provvedimenti dell'Unione europea in materia di concreta applicazione della medesima.»

²¹⁹ Il citato Statuto è dichiaratamente rivolto, ai sensi del suo art. 1, comma 5, «b) a promuovere la costruzione di un quadro normativo nonché di un contesto sociale e culturale volti a favorire lo sviluppo delle imprese anche di carattere familiare; (...) e) a favorire l'avvio di nuove imprese, in particolare da parte dei giovani e delle donne; f)

di finanziamento per le piccole e medie imprese, in vista di un loro sviluppo, sono propositi che il legislatore ha perseguito tramite l'emanazione di plurime, discontinue e frammentarie novelle relative, in particolare, al tipo sociale della s.r.l. Come risulterà nel prosieguo, tale ultima scelta è una delle poche a porsi in linea con i propositi della riforma del 2003 con la quale si è inteso rendere la s.r.l. destinazione elettiva delle piccole e medie imprese²²⁰, consegnando alle stesse uno schema organizzativo particolarmente duttile e flessibile, nonché economicamente sostenibile. Gli sviluppi successivi del diritto societario, appresso illustrati, confermano tale destinazione, spingendo ancora di più le imprese di modeste proporzioni verso l'adozione di questo tipo sociale e riducendo, di converso, lo spazio operativo delle società di persone²²¹.

a valorizzare il potenziale di crescita, di produttività e di innovazione delle imprese, con particolare riferimento alle micro, piccole e medie imprese; g) a favorire la competitività del sistema produttivo nazionale nel contesto europeo e internazionale». In ragione di ciò e con l'esplicito intento di dare attuazione alla Comunicazione recante lo *Small business Act*, l'art. 18 della citata legge vincola il Governo a presentare alle Camere ogni anno un disegno di legge annuale per la tutela e lo sviluppo delle micro, piccole e medie imprese volto a definire gli interventi in materia per l'anno successivo. Ad ogni modo, per quanto contenente mere dichiarazioni di intenti che, tra l'altro, non sono neanche state concretizzate compiutamente, esso dà l'idea dell'attenzione che il nostro legislatore ha dedicato al tema europeo delle piccole e medie imprese.

²²⁰Relazione Mirone allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario, in *Riv. soc.*, 2000, 36 ove si legge che «la riforma in materia di società a responsabilità limitata, secondo quanto indicato dall'art. 3 della legge di delega, si muove nella direzione di una integrale revisione di tale modello societario. Essa (..) intende offrire agli operatori economici uno strumento caratterizzato da una significativa ed accentuata elasticità e che, imperniato fondamentalmente su una considerazione delle persone dei soci e dei loro rapporti personali, si volge a soddisfare esigenze particolarmente presenti nell'ambito del settore delle piccole e medie imprese».

²²¹G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2023, 42 e ss. secondo il quale il proposito del legislatore, sia della riforma del 2003, che di quelle successive relative alla s.r.l., è quello di «privilegiare la s.r.l. rispetto sia alle società di persone che alla s.p.a. quale forma elettiva della piccola e media impresa» e ciò, sottolinea l'a., nonostante i risultati dei dati statistici da cui è dato desumere che, sebbene la maggioranza di PMI siano s.r.l., una buona fetta di queste ultime (il 41,7% in base ai Dati Istat del 2017) riveste la qualifica di uno dei tre tipi di società di persone. Negli stessi termini anche M. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 418 ss. il quale evidenzia la circostanza che la novella recata dal d.l. n. 179/2012 è sostanzialmente rivolta alla s.r.l., ponendosi in linea con i recenti sviluppi dell'ordinamento societario che va canalizzando «le attività di piccole e medie dimensioni verso il modello della società a responsabilità limitata (penso in particolare

Nella molteplicità degli interventi²²² che si sono susseguiti sono riscontrabili diversi filoni riformatori che, quand'anche accomunati dall'intento di favorire lo sviluppo e la crescita di nuove ed anche peculiari realtà imprenditoriali, si muovono lungo direzioni parzialmente diverse. Nell'ottica della liberalizzazione²²³ e della semplificazione si spiegano tutte le innovazioni attinenti al momento costitutivo della società²²⁴, le quali, con

e nuovamente all'abbattimento del minimo di capitale); quasi segregando le imprese individuali e le società di persone, e riservando almeno nelle aspirazioni il tipo azionario alle realtà dimensionalmente maggiori».

²²² Per una panoramica completa sugli interventi effettuati fin dal 2011 e di cui successivamente nel testo, si rimanda a M. SPIOTTA, *Dalle start-up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 1 e ss.

²²³ La figura di s.r.l.s. è stata introdotta dal d.l. n. 1/2012 contenente *Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività* e l'art. 3 introduttivo della s.r.l.s. era collocato all'interno di un capo intitolato «Norme generali sulle liberalizzazioni», in funzione, dunque, della rimozione di tutti quegli ostacoli che impediscono o rendono difficile l'ingresso di nuovi operatori sul mercato, soprattutto per quanto riguarda i giovani imprenditori. La Relazione al disegno di conversione di legge del d.l. n. 1/2012 recita «La disposizione tende a favorire l'ingresso dei giovani nel mondo del lavoro (...) mediante la loro partecipazione a strutture associative prive dei rigorosi limiti previsti fino ad ora per le società di capitali, che di fatto impediscono l'accesso a tale tipo di struttura da parte degli imprenditori più giovani e meno abbienti».

²²⁴ La nuova disciplina sul capitale sociale nella s.r.l. con le figure della s.r.l.s. e della s.r.l. ordinaria a capitale ridotto sembrerebbe essere funzionale a favorire la nascita e lo sviluppo di imprese nella sola fase costitutiva, non facilitandone, invece, lo svolgimento, sotto il profilo della riduzione dei costi, quando la società è già stata avviata. Ciò, è sicuramente vero per quanto riguarda la s.r.l. semplificata, militando in questo senso sia i lavori preparatori al d.l. sia la circostanza che il modello ministeriale standard da adottare è stato predisposto considerando solo la fase costitutiva. Ragion per cui, ben può una s.r.l. semplificata divenire s.r.l. ordinaria con un aumento di capitale superiore ai 10.000 euro ma dovrà, in questo caso, modificare la denominazione sociale. Preclusa sarebbe, invece, l'operazione contraria «giacchè, se è vero che i benefici (...) accordati alla s.r.l. semplificata (...) sono concepiti in funzione della fase di avvio dell'impresa da essa esercitata, non è pensabile che un'impresa avviata in una veste che la esclude da quei benefici possa fruire degli stessi semplicemente transitando, senza cessare, alla veste di s.r.l. semplificata». Così, G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 149 e, in termini analoghi, altri autori [G.A. RESCIO, *Le s.r.l. con capitale ridotto (semplificate e non semplificate)*, *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 2, Utet Giuridica, Torino, 2014, 1890; M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una*

il fine di stimolare l'avvio di nuove imprese, intervengono sotto il profilo del capitale sociale minimo e delle modalità di iniziazione dell'impresa, promuovendo l'abbattimento di costi e ostacoli per la sua costituzione. Abbiamo, così, assistito all'introduzione della variante²²⁵ della s.r.l.

nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?, in *Riv. soc.*, 2012, 1108; M. SPOLIDORO, *La s.r.l. semplificata e la s.r.l. a capitale ribassato*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 173. *Contra* G. MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *Le Società*, 2013, 1092.] Sul tema specifico della riduzione del capitale della s.r.l. ordinaria, l'opinione maggioritaria sostiene, dunque, che la possibilità di fissare il capitale in misura inferiore a 10.000 euro sarebbe finalizzata ad agevolare solo la fase di avvio dell'impresa, con conseguente impossibilità per una s.r.l. ordinaria di ridurre il capitale al di sotto dei 10.000 con una successiva operazione di riduzione. Così M. RESCIGNO, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrero, A. Sciarrone Alibrandi, 2, Utet Giuridica, Torino, 2014, 1865 che lo esclude tanto in relazione ad una riduzione reale che nominale, facendo riferimento agli art. 2482 e 2482-ter ove si cita, come limite massimo alle riduzioni del capitale, quello di 10.000 euro risultante dall'art. 2463, n. 4 c.c.; M. CIAN, *op. ult. cit.*, 1107. In senso contrario G.A. RESCIO, *Le s.r.l. con capitale ridotto (semplificate e non semplificate)*, *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrero, A. Sciarrone Alibrandi, 2, Utet Giuridica, Torino, 2014, 1891; A. MAMBRIANI, *sub art. 2463, co 4-5, Codice della società a responsabilità limitata*, a cura di O. Cagnasso e A. Mambriani, Neldiritto Editore, Roma, 2015, 121 che ritengono possibile il passaggio da s.r.l. ordinaria ad s.r.l. con capitale inferiore a 10.000 euro in caso di riduzione per perdite. *Consiglio notarile di Milano*, Massima n. 143/2015: "In seguito alle modificazioni dell'art. 2463 c.c., ad opera del d.l. 76/2013, tutte le s.r.l., a prescindere dall'ammontare del capitale sociale: a) possono deliberare una riduzione del capitale sociale a copertura di perdite a un ammontare inferiore a euro diecimila, sia qualora la società versi nelle situazioni di cui agli artt. 2482-bis e 2482-ter c.c., sia qualora essa abbia perdite inferiori a un terzo del capitale sociale; b) possono deliberare un aumento del capitale sociale, a titolo gratuito o a pagamento, ad un ammontare inferiore a euro diecimila, anche in seguito a riduzione o azzeramento del capitale sociale a copertura di perdite."

²²⁵ Fermo restando che la s.r.l. con capitale ridotto equivale, in seguito alla modifica all'art. 2463 apportata in sede di conversione del d.l. n. 76/2013, ad una s.r.l. ordinaria a capitale ribassato – tant'è che nulla di diverso occorre indicare nella denominazione sociale -, secondo l'opinione largamente prevalente la s.r.l. semplificata non identificherebbe un autonomo tipo sociale, bensì una variante della s.r.l. comune, tant'è che alla stessa trova applicazione interamente la disciplina della s.r.l. In questo senso M. CIAN, *op. ult. cit.*, 1104, sottolineando che la presenza di un capitale sociale inferiore o superiore ad una soglia determinata non costituisce un elemento idoneo a rendere un

semplificata con la sua standardizzazione statutaria, di cui all'art. 2463 *bis*, unitamente alla s.r.l. ordinaria a capitale ridotto, di cui all'art. 2463, commi 4° e 5° c.c.²²⁶, nonché della normativa sulla costituzione telematica della s.r.l.s. ed anche della s.r.l. *tout court*²²⁷, introdotta dal d.lgs. n. 183/2021,

modello societario autonomo rispetto ad un altro; G. ZANARONE, *op. ult. cit.*, 148 per il fondamentale rilievo che le peculiarità di disciplina che la riguardano appaiono non sostitutivi ma aggiuntivi rispetto ai tratti che si individuano come caratteristici della s.r.l. ordinaria., i quali, infatti, ricorrono anche nella s.r.l. semplificata. M. RESCIGNO, *op. ult. cit.*, 1845; E. MACRÌ, *op. ult. cit.*, 1800. In senso contrario, per l'autonomia tipologica della s.r.l. semplificata G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Tratt. di dir. comm.*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2015, 129.

²²⁶ Quando alla loro introduzione, la s.r.l. semplificata è stata prevista dal d.l. 24.1.2012 n. 1, convertito con la l. 24.3.2012 n. 27 ed era inizialmente designata come società costituita tra persone fisiche con età inferiore ai 35 anni, con capitale inferiore a 10.000 e atto costitutivo standardizzato. La s.r.l. a capitale ridotto è stata introdotta dal d.l. 22.6.2012 n. 83, convertito con l. 7.8.2012 n. 134. Successivamente, il d.l. 28.6.2013 n. 76 ha sia eliminato il vincolo di età per la s.r.l. semplificata, fermo restando la necessità che i soci siano persone fisiche, sia abrogato la variante della "s.r.l. a capitale ridotto", convogliando questa variante all'interno di quella semplificata e prevedendo per le s.r.l. ordinarie, all'art. 2463, comma 4, che «l'ammontare del capitale può essere determinato in misura inferiore a euro diecimila, pari almeno a un euro». Per un esame dei vari d.l. che si sono susseguiti in materia e dei correttivi in sede di conversione si rinvia a M. RESCIGNO, *op. ult. cit.*, 1797 e ss.

²²⁷ In particolare, l'art. 2, comma 1 del d.lgs. n. 183/2021 -attuativo dell'art.13-*octies* della direttiva citata nel testo- rende possibile la costituzione di società *online* e dispone che l'atto costitutivo delle s.r.l. e delle s.r.l.s. aventi sede in Italia e con capitale versato mediante conferimenti in denaro può essere ricevuto dal notaio, per atto pubblico redatto tramite una piattaforma telematica predisposta dal CNN, con la partecipazione in videoconferenza delle parti richiedenti o di alcune di esse. Sul tema si rinvia a A. ZANARDO, *Costituzione online di una società: uno strumento per il rafforzamento della libertà di impresa?*, in *Riv. ODC*, 2021,1333 e ss.; ID., *Costituzione online e costituzione standardizzata di società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2022; N. DE LUCA, *La costituzione online della società. Riflessioni sulla direttiva 2019/1159/UE*; G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 319 e ss.; R. VIGGIANI, *Costituzione, atto costitutivo, s.r.l. semplificata*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, Utet giuridica, Milano, 2022,120. Inoltre, la disciplina sulla costituzione *online* delle s.r.l. ha inevitabilmente inciso sulla pregressa normativa relativa alla costituzione o modificazione dell'atto costitutivo telematica delle *start-up* innovative. L'art. 4, comma 10-*bis* del d.l. n.3/2015, convertito con modifiche in l. n. 33/2015, prevede che la costituzione o le modificazioni successive dell'atto costitutivo della *start-up* innovativa possono essere fatto, oltre che con atto pubblico, con scrittura privata elettronica firmata digitalmente, secondo un modello uniforme adottato con decreto del Ministro dello Sviluppo Economico (d.m. 17 febbraio 2016), e con funzioni di controllo attribuite

attuativo della Direttiva (UE) 2019/1151²²⁸. Le discipline citate, per quanto emanate in esecuzione della politica unionale sopra descritta²²⁹, rappresentano soprattutto il frutto del noto fenomeno di concorrenza regolamentare, sviluppatosi tra gli Stati membri dell'Unione Europea a partire dal celebre caso sulla libertà di stabilimento *Centros*, affrontato dalla

al Conservatore del Registro delle imprese. Com'è noto, il d.m. è stato censurato dal Consiglio di Stato con sentenza del 29 marzo 2021, n.2643, sez. VI e dichiarato illegittimo per contrasto con l'art. 4, comma 10-bis d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 conv. con mod. in l. 24 marzo 2015, n. 33 nella parte in cui stabilisce che l'atto costitutivo e lo statuto, ove disgiunto, di s.r.l. *start-up* innovativa possano essere redatti esclusivamente in modalità informatica, invece che alternativamente all'atto pubblico. Il Consiglio di Stato, inoltre, ha dichiarato illegittimo l'atto amministrativo impugnato anche per contrasto con l'art. 11 della dir. 2009/101/CE, nonché dell'art. 10 della dir. 2017/1132/UE, oltre che dell'art. 8 della l. n. 580/1993 (quanto alle funzioni attribuite al Registro) e dell'art. 11 del d.p.r. n. 581/1995 (per travalicamento delle competenze specifiche del Registro), avendo il d.m. illegittimamente ampliato l'ambito dei controlli del Registro in assenza di un'adeguata copertura legislativa. La rimozione mediante annullamento del citato d.m. rendeva, ovviamente, inutile la normativa di cui all'art. 4, giacché i d.m. annullati -contenenti i modelli uniformi secondo cui gli atti informatici avrebbero dovuto redigersi - costituivano il presupposto per la sua applicazione. Per un commento a tale vicenda si rimanda a L. GIANNATIEMPO, *Costituzione e modificazione di s.r.l. start-up innovativa e funzioni di controllo tra competenze del notaio e della P.A.*, in *Giur. comm.*, 2022, 1037 e ss.; S. CORSO, *La costituzione in modalità digitale delle s.r.l. start-up innovative: il Consiglio di Stato censura la disciplina ministeriale*, in *Giur. comm.*, 2022, 123 e ss.; F. INNOCENTI, *Quale futuro per la costituzione on-line della s.r.l. start-up innovativa dopo l'intervento del Consiglio di Stato*, in *Giur. comm.*, 2022, 132 e ss.

²²⁸ Si fa riferimento alla Direttiva (UE) 2021/1151 (Direttiva *CorpTech*) modificativa della Direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario.

²²⁹ Nel preambolo al d.l. n. 76/2013 si giustifica la normativa ivi riferita facendo anche riferimento alla necessità di «adottare misure idonee a promuovere gli investimenti e ad assicurare il rispetto degli impegni assunti in sede internazionale e comunitaria». Nella lettera del 26 ottobre 2011, reperibile qui: <https://www.ilpost.it/2011/10/26/il-testo-integrale-della-lettera-dellitalia-allunione-europea/>, emanata dal Governo italiano in risposta ad una precedente missiva della BCE che era preoccupata dell'enorme debito pubblico italiano, nell'indicazione delle condizioni strutturali da adottare per favorire la crescita economica, si fa riferimento alla necessità di revisionare la politica di *semplificazione normativa ed amministrativa*, tramite una semplificazione della «costituzione del bilancio delle S.r.l., la digitalizzazione del deposito dell'atto di trasferimento delle quote delle società e lo snellimento in materia di vigilanza delle società di capitali e degli organi di controllo.» V. sul punto G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 24 e ss.

Corte di giustizia dell'Unione europea nel 1999²³⁰, e che ha riguardato in misura maggiore proprio il settore non armonizzato delle piccole e medie imprese.

²³⁰ C. Giust. CE, 9.3.1999, causa C-212/97, Centros Ltd. C. Erhvervs – og Selskabsstyrelsen, in *Giur. Comm.*, 2000, 553 con nota di F. M. MUCCIARELLI, *Libertà di stabilimento comunitaria e concorrenza tra ordinamenti societari*. Sul fenomeno della competizione tra ordinamenti europei, sviluppatosi soprattutto in conseguenza di questa sentenza, così come di quella nota come *Überseering*, C, Giust. CE, 5.11.2002, causa C-208/00, *Überseering Bv c. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH*, in *Giur. It.*, con nota di COSCIA, *La teoria della sede effettiva o Sitztheorie e la libertà di stabilimento societario*, si rimanda a F. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione della Corte di giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, in *Percorsi di diritto societario europeo*⁴, a cura di E. Pederzini, Giappichelli, Torino, 2020, 95 e ss. V. anche A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti: evidenze dal diritto delle società a responsabilità limitata in Europa e in Italia*, in *Percorsi di diritto societario europeo*⁴, a cura di E. Pederzini, Giappichelli, Torino, 2020, 157 e ss.; ID., *Almost capital-less companies in Europe: trends, variations, competition*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2017, 187 ss.; S. LOMBARDO, *Regulatory competition in European company law. Where do we stand twenty years after Centros?*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 297 ss. G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 74.

Il fenomeno citato ha avuto riflessi regolatori anche in altri Stati membri dell'UE ove il modello di paragone, per quanto riguarda la competizione in tema di PMI, è consistito soprattutto nella *private company* britannica per l'agilità di costituzione, minori costi di costituzione e ambiente linguistico favorevole. Ad esempio, sul fronte della riduzione dei costi da affrontare nella fase costitutiva della società, il fenomeno concorrenziale ha indotto il legislatore tedesco a prevedere, con la *MoMiG* del 2008, la possibilità di ricorrere ad uno statuto *standard*, il *Musterprotokoll*, relativo alla *GmbH* e con la *Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG)* del 2021, la possibilità per il Notaio di ricevere l'atto costitutivo di una *GmbH* tramite una piattaforma telematica. Per le esperienze degli altri Stati sul punto si rimanda a A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti*, cit., 168. Quanto alle reazioni dei legislatori europei sul fronte del capitale sociale, sono delineabili «due differenti vie privilegiate di realizzazione: da un lato vi è stato chi (Francia, Olanda, Portogallo) ha ritenuto opportuno modificare in senso maggiormente favorevole al neo-imprenditore l'impianto generale dettato per i corrispondenti locali delle società a responsabilità limitata in Italia; dall'altro chi (Spagna, Germania, Belgio e, da ultima, Italia) ha invece preferito definire nuovi sottotipi societari che, pur restando riconducibili al modello generale della s.r.l., ne costituiscono specificazioni dotate di caratteristiche proprie». Citazione ripresa al quale si rinvia per un'analisi dettagliata A. BARTOLACELLI, *Società chiuse e capitale sociale minimo: tendenze europee*, in *Giur. comm.*, 2014, 519 e ss.; ID., *Nuove esperienze europee in tema di costituzione "semplificata" e "a basso costo" di società con responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2015, 382 e ss. In generale, sul fenomeno

Piuttosto che conseguenza del diverso modo di concepire la libertà di stabilimento²³¹, le novità normative contenute nel Decreto crescita²³², d.l.

competitivo e sul suo impatto sulla normativa del capitale sociale nei vari Stati membri europei si rinvia a G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1237 ss., 1239.

²³¹ In questi termini A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti*, cit., 181 il quale, nel descrivere le tendenze legislative inerenti al piano del diritto societario e comuni ai Paesi europei, sottolinea che quella relativa alla previsione di agevolazioni per le imprese operanti nel settore dell'innovazione, a differenza delle altre individuate e relative, invece, all'atomizzazione del capitale sociale e alla riduzione di tempi e costi esterni alla costituzione delle società, non discende dal meccanismo concorrenziale tra ordinamenti ma «si può definire come (conseguenza di) una diffusione di una specifica sensibilità per il tema dell'innovazione, in special modo quando questo coinvolga la costituzione di nuove società (*start-ip*) da parte di giovani imprenditori». Occorre rilevare che la sensibilità a cui si riferisce l'autore è, in realtà, sicuramente stimolata dalle plurime Comunicazioni delle istituzioni europee, quand'anche prive di valore vincolante. In questo senso F. BRIZZI, *S.r.l. Pmi e offerta al pubblico delle quote di partecipazione*, cit., 29 e ss. e G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 24 e ss. i quali individuano nell'esigenza di onorare gli impegni assunti in sede europea la genesi delle riforme indicate.

²³² Nella relazione illustrativa al disegno di conversione in legge d.l. n. 83/2012 si legge, in relazione all'art. 32, rubricato "strumenti di finanziamento per le imprese", che con la modifiche ivi previste alla disciplina delle cambiali finanziarie, si intende «semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività delle imprese con la finalità di ampliare le opportunità di ricorso al mercato del debito per le società italiane non quotate, anche di media e piccola dimensione (ad esclusione delle banche e delle micro-imprese), mediante l'emissione di strumenti di debito a breve termine, quali le cambiali finanziarie». In particolare, la normativa funzionale ad agevolare l'accesso delle PMI anche al mercato del capitale di credito tramite benefici di carattere fiscale e civilistico accordati ad emittenti e sottoscrittori e che, nello specifico, si riferisce agli strumenti — obbligazioni, cambiali finanziarie, obbligazioni caratterizzati da una partecipazione all'andamento della s.p.a. emittente di cui all'art. 2411 c.c., titoli di debito emessi dalle s.r.l. ex art. 2483 c.c. — cui la prassi ha dato il nome di *minibond* è stata costruita oltre che dai citati Decreto crescita, anche dal Decreto Destinazione Italia (art. 12 del d.l. 23 dicembre 2013, n. 145, come modificato dalla l. conv. 21 febbraio 2014, n. 9) e il Decreto Competitività (d.l. 24 giugno 2014, n. 91, come modificato dalla l. conv. 11 agosto 2014, n. 116). A tali interventi si sommano le modifiche (su cui diffusamente infra) apportate dalla Legge di Bilancio per il 2019 (l. 30 dicembre 2018, n. 145) che ha da ultimo esteso l'uso dei portali di *crowdfunding* anche per la raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle PMI, modificando l'art. 100-ter t.u.f. quand'anche abbia previsto che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito è riservata nei limiti stabiliti dal codice civile ad investitori professionali e a particolari categorie

22 giugno 2012, n. 83, convertito in l. 7 agosto 2012, n. 134, e nel Decreto crescita *bis*, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221, sono state dichiaratamente²³³ emanate in adempimento degli impegni assunti in sede europea, nell'ottica, questa volta, della promozione di un «sostegno all'imprenditorialità e all'innovazione»²³⁴. Con i citati provvedimenti il legislatore italiano, aderendo alla politica promossa dalle istituzioni europee di sostegno alle realtà imprenditoriali piccole²³⁵, ha tentato di incentivare lo sviluppo e la crescita delle PMI, promuovendone l'accesso alla ricerca e all'innovazione ed ampliando le relative opportunità di ricorso al mercato dei capitali. Ancora una volta, il legislatore ha prestato precipua attenzione al tipo sociale s.r.l., tant'è che, nel prevedere la figura di nuova emersione e «transtipica»²³⁶ della *start-up* innovativa agli

eventualmente individuate dalla Consob. Si rinvia poi alla nt. 316 in relazione alla disciplina inerente all'offerta al pubblico sui portali di *crowdfunding* dei titoli di debito, modificata dal d.lgs. 20/2023 che ha abrogato il citato comma 1 *ter* dell'art. 100 *ter* Tuf. Sul punto si rinvia a E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI srl sul mercato di capitali*, cit., 275 e ss.; F. PREITE, *Crowdfunding, obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi*, in *Il nuovo dir. delle soc.*, 2023, 519 e ss.; FORCIGNANÒ E GHIELMI, *Le innovazioni in materia di finanza aziendale a seguito dei "Decreti Crescita" - i minibond e le cambiali finanziarie*, in *www.dirittobancario.it*, 2014, 2.

²³³ Nel preambolo al d.l. n. 83/2012 si specifica che l'emanazione della disciplina ivi contemplata è giustificata al fine di fornire «un immediato e significativo sostegno e rinnovato impulso al sistema produttivo del Paese, anche al fine di garantire il rispetto degli impegni assunti in sede europea indispensabili, nell'attuale quadro di contenimento della spesa pubblica, al conseguimento dei connessi obiettivi di stabilità e di crescita». Parimenti nel d.l. 179/2012 ove le disposizioni contenute nella sezione «Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese *start-up* innovative» si specifica che «sono dirette a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese *start-up* innovative, come definite al successivo comma 2 e coerentemente (...) con le raccomandazioni e gli orientamenti formulati dal Consiglio dei Ministri dell'Unione europea».

²³⁴ In questo senso la lettera del Governo italiano datata al 26 ottobre 2011, di cui alla nota 229, ove, tra le condizioni strutturali da adottare per favorire la crescita economica, viene prevista la politica di sostegno all'imprenditorialità e all'innovazione.

²³⁵ La politica unionale incentrata sulla PMI è stata ampiamente descritta nel primo paragrafo del presente capitolo. Qui si rinvia alla *Raccomandazione del Consiglio, del 10 luglio 2012, sul programma nazionale di riforma 2012 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità dell'Italia 2012-2015 (2012/C 219/14)*, in *Gazz. Uff. UE*, 24 luglio 2012, direttamente indirizzata al nostro Stato, ove si raccomanda, per l'appunto, di «migliorare l'accesso agli strumenti finanziari, in particolare al capitale, per finanziare le imprese in crescita e l'innovazione».

²³⁶ P. MONTALENTI, *Start-up, P.M.I. innovative: tipi modelli e mercati finanziari*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da o. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 41.

artt. 25 e ss. del Decreto crescita *bis*, ha introdotto alcune deroghe alla sua disciplina codicistica che, per quanto testualmente esigue, rivoluzionano il ruolo assolto dalla s.r.l. nel contesto delle società di capitali. In particolare, non sono le deroghe in sé ad avere avuto un impatto dirompente sulla configurazione della s.r.l. e tale da attirare l'attenzione di innumerevoli studiosi della materia, piuttosto l'estensione del relativo ambito applicativo che nel corso degli anni, ancorché in modo progressivo e graduale, è stata realizzata.

Nel tentativo - di matrice europea - di sostenere l'imprenditoria italiana, con particolare riguardo alla fase cruciale di avvio dell'attività, ove le risorse finanziarie scarseggiano e le prospettive di successo sono limitate, il legislatore italiano, oltre a sostegni di carattere fiscale, laburistico e di diritto fallimentare²³⁷ che riguardano tutte le società in possesso dei requisiti di cui all'art. 25 del d.l. n. 179/2012, ha introdotto delle agevolazioni anche sul fronte del diritto societario²³⁸, funzionali ad allineare, sotto il profilo dell'accesso ai mercati e degli strumenti all'uopo occorrenti, la società capitalistica minore alla s.p.a. Muovendosi in una direzione opposta rispetto a quella intrapresa nel 2003, il regolatore, anche a costo di risultare contraddittorio, ha inteso facilitare per s.r.l., che abbia i requisiti di *start-up* innovativa, la raccolta di capitale di rischio sui mercati ed abbattere così la sua dipendenza storica dal settore bancario.

²³⁷ L'art. 31 del d.l. citato esonera la *start-up* innovativa dalle procedure concorsuali diverse da quelle previste dal Capo II della legge n. 3 del 2012 (procedimenti di composizione della crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio). Quanto alle agevolazioni fiscali, l'art. 27 le prevede in relazione alla remunerazione mediante strumenti finanziari, quote o azioni emessi dalle start up innovative in favore dei propri dipendenti, collaboratori, amministratori. Parimenti, l'art. 29 dispone specifici incentivi all'investimento in *start-up* innovative. Gli artt. 27 *bis* e 28 prevedono delle misure di semplificazione per l'accesso alle agevolazioni per le assunzioni di personale nelle *start-up* innovative e negli incubatori certificati, nonché specifiche disposizioni inerenti al rapporto di lavoro subordinato instaurato con dette società.

²³⁸ Oltre alle deroghe che riguardano esclusivamente la s.r.l., l'art. 26 del d.l. n. 179/2012 ha previsto per tutte le società di capitali o cooperative che siano *start-up* innovative l'esonero dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio ed altresì una normativa di favore per quanto riguarda la riduzione nominale del capitale sociale, estendendo a due esercizi successivi il periodo entro cui occorre obbligatoriamente ridurre il capitale sociale di cui agli art. 2446, 2 comma e 2482 *bis*, 4 comma c.c. e prevedendo nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482-ter c.c. che l'assemblea possa, in alternativa alla delibera di riduzione del capitale e di aumento dello stesso al di sopra del minimo legale, rinviare tali decisioni all'esercizio successivo.

Intervenendo, dunque, tanto sul terreno del diritto societario, quanto su quello dei mercati finanziari, il legislatore ha introdotto nel t.u.f.²³⁹ un'inedita modalità di reperimento di risorse finanziarie, i c.d. portali di *equity crowdfunding*, disciplinati a livello secondario con regolamento della Consob²⁴⁰; ha consentito alla s.r.l. *start-up* innovativa di offrire le proprie quote al pubblico, in deroga all'art. 2468, primo comma c.c., «anche» tramite gli anzidetti portali e di differenziarle l'una l'altra attraverso il ricorso all'istituto delle categorie di quote, anche in deroga all'art. 2468, commi secondo e terzo c.c. A ciò si aggiunge la riconosciuta possibilità di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-*bis* c.c., oltre che di derogare al divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'art. 2474 c.c. in attuazione di piani di incentivazione di dipendenti, amministratori o prestatori d'opera.

1.1.1 (*segue*) e degli anni successivi

Con le previsioni di cui all'art. 26 del Decreto crescita *bis* il tessuto normativo della s.r.l., che all'esito della riforma si ergeva attorno ad un tipo sociale dai tratti fortemente personalistici e, soprattutto, inaccessibile al pubblico risparmio, è stato invaso da istituti tipici della s.p.a. e della sua naturale destinazione al mercato, con una conseguente incoerenza della disciplina rispetto alla fattispecie societaria. Tale incoerenza è tanto più forte se si tiene a mente l'*escalation* legislativa che ha riguardato l'ambito applicativo delle anzidette previsioni derogatorie.

L'attenzione è stata, infatti, inizialmente circoscritta a selezionate attività imprenditoriali, relative esclusivamente al settore produttivo dell'innovazione, per il suo più promettente tasso di crescita e sviluppo. Al d.l. n. 179/2012 che prevedeva una disciplina di favore di carattere comunque temporale poiché limitata effettivamente alla fase di *start-up*

²³⁹ L'art. 30 del d.l. n. 179/2012 ha introdotto nel tuf *i*) la definizione di *start up* innovativa e di portale per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative rispettivamente all'art. 1, comma 5-*novies* e 5-*decies*; *ii*) il capo III-*quater* nella parte II, titolo III, recante la disciplina della Gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative; *iii*) l'art. 100 *ter*, rubricato Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali.

²⁴⁰ Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali on-line, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013. Con la normativa ivi contenuta, l'Italia si è collocata quale primo Paese europeo che ha adottato una disciplina organica inerente al fenomeno del *crowdfunding*. Come sarà poi evidenziato, questo regolamento è stato più volte modificato.

della società²⁴¹, ha fatto seguito il d.l. n. 3/2015 (c.d. *Investment compact*), convertito con modifiche nella L. n. 33/2015, che ha inteso privare parte²⁴² della normativa speciale del carattere di transitorietà, destinandola di converso alle PMI innovative²⁴³ ed ha, inoltre, previsto, per queste società ed anche per le *start-up* innovative, un regime alternativo di circolazione

²⁴¹ L'art. 31, comma quarto del d.l. n. 179/2012 prevede la decadenza dalle misure di favore previste decorsi quattro anni, poi estesi dall'art. 57, 3 comma del d.l. n. 50/2017 a cinque, dalla costituzione della società.

²⁴² L'art. 4 del d.l. n. 3/2015 ha disposto l'applicazione alle PMI innovative delle deroghe al diritto societario di cui all'art. 26, nonché delle agevolazioni relative alla remunerazione dei dipendenti mediante strumenti partecipativi.

²⁴³ La definizione di PMI innovative veniva introdotta dalla citata riforma, il cui art. 4, comma primo del d.l. n. 3/2015 prevedeva l'introduzione all'art. 1 del t.u.f. del comma 5-*undecies* che definiva le piccole e medie imprese innovative richiamando la Raccomandazione europea 2003/361/CE e prevedeva specifici requisiti attestanti il carattere innovativo dell'impresa, analoghi a quelli previsti dall'art. 25 del d.l. n. 179/2012 (sebbene nel caso di PMI era necessario il possesso non di un requisito su tre ma di almeno due). Il citato comma dell'art. 1 t.u.f. è stato, poi, abrogato dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, attuativo della direttiva MiFID II (2014/65/UE) che, ai fini della definizione di piccola e media impresa di cui al novellato art. 100 *ter*, comma 1 *bis* t.u.f., all'art. 1, comma 5 *novies* t.u.f. fa riferimento all'articolo 2, paragrafo 1, lett. f), del Regolamento Prospetto (UE) 2017/1129 secondo il quale per piccole o medie imprese o PMI si intendono « *i*) società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR; oppure *ii*) piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE». Su questa definizione, poi abrogata dal d.lgs. n. 30/2023, dettagliatamente S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Giuffrè, Milano, 2021, 22 e ss. che sottolinea le distinzioni rispetto all'altra definizione accolta nel t.u.f. di "PMI emittenti azioni quotate". L'art. 1, comma 5 *novies* t.u.f., modificato dal d.lgs. n. 30/2023 attuativo del Regolamento (UE) 2020/1503, oggi contiene un riferimento ai servizi di crowdfunding, stabilendo che «per "servizi di crowdfunding" si intendono i servizi indicati all'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) 2020/1503.» Alla luce di detta innovazione recentissima, i portali *online* per la raccolta di capitali di rischio o di debito sono accessibili da parte delle s.r.l. *tout court*, sicché la definizione di PMI a detti fini non rileva ma resta poco chiaro, invece, quale sia la definizione di PMI ai fini dell'applicazione delle deroghe al diritto societario che l'art. 57, primo comma del d.l. n. 50/2017 ha esteso alle s.r.l. PMI e che oggigiorno continuano a riguardare esclusivamente le medesime.

delle quote sociali, oltre alla possibilità di accedere ai portali *online* per il reperimento di capitale di rischio²⁴⁴.

È in ragione dell'avvertita esigenza di incentivare lo sviluppo del canale di finanziamento alternativo per il capitale di rischio del *crowdfunding*²⁴⁵ che si spiegano, poi, gli ulteriori interventi legislativi, a

²⁴⁴ La legge 24 marzo 2015, n. 33 ha convertito con modificazioni il d.l. n. 3 del 2015 (*Investment Compact*). Tra le modifiche apportate, essa ha aggiunto il comma 2 *bis* all'art. 100 *ter* t.u.f., prevedendo un regime alternativo a quello di cui all'art. 2470, secondo comma c.c., per la sottoscrizione o l'acquisto e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di start-up innovative e di PMI innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata. Tale disposizione è stata, come evidenziato di seguito nel testo, modificata dall'art. 1, comma terzo del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, attuativo della direttiva MiFID II (2014/65/UE) che ha sostituito alle start-up innovative e alle PMI innovative le piccole e medie imprese come destinatarie di questa normativa inerente alla circolazione delle quote. Da ultimo, l'art. 100 *ter* è stato modificato dal d.lgs. n. 30/2023 che ha adeguato il t.u.f. al nuovo Regolamento (UE) 7 ottobre 2020 n. 1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding, il quale ha sostituito alle piccole e medie imprese il riferimento alle s.r.l. *tout court*.

²⁴⁵ In questo senso v. il *Documento consultazione Consob per la revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line, 3 dicembre 2015* ove si sottolinea che tra le criticità del contesto normativo dell'epoca inerente al canale di finanziamento del *crowdfunding*, evidenziate dai rispondenti alla consultazione, vi sono «gli elementi di rigidità presenti nella normativa primaria, soprattutto con riferimento all'ambito delle società e degli strumenti inclusi nell'ambito oggettivo». In generale la dottrina criticava la prima regolamentazione del fenomeno in relazione al suo ristretto ambito applicativo, limitato per l'appunto al settore dell'innovazione. In questo senso v. E. FREGONARA, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, in *Rivista ODC*, 2014, che individua quale limite della normativa in esame, all'epoca non estesa neanche alle PMI innovative, il suo circoscritto ambito disciplinare, considerando che «quello delle start up innovative costituisce in effetti un settore "di nicchia" rispetto ad un meccanismo che potrebbe essere utilizzato in numerosi contesti». Nei medesimi termini anche G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirimpenti* in *ODCC*, 2019, 67 e ss. che, infatti, saluta con favore l'estensione alle piccole e medie imprese della normativa sul *crowdfunding*, sottolineando che l'inclusione tra gli offerenti delle PMI innovative non aveva raggiunto i numeri sperati in termini di offerte tramite i portali, probabilmente a causa delle difficoltà per le imprese di possedere gli stringenti requisiti previsti dalla normativa. Anche G. CUCCHIARATO, *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, in *Riv. dir. banc., approfondimenti*, 2016; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 874 e ss. sottolineano lo scarso utilizzo iniziale dello strumento, richiamando il dato statistico secondo cui nel maggio del 2015 solo 18

partire dall'anno 2017. In particolare, con il d.l. n. 50/2017 è stata ampliata la platea delle società emittenti anche alle piccole e medie imprese con *business* più tradizionali, modificando le disposizioni del t.u.f. concernenti l'offerta di prodotti finanziari tramite i portali *online* ed inducendo anche la Consob a normare il relativo Regolamento²⁴⁶. Sono state, inoltre, estese alle s.r.l. PMI le sole deroghe al diritto comune, di cui all'art. 26, d.l. n. 179/2016, imprescindibili per agevolare il ricorso ai mercati²⁴⁷.

Per quanto le novelle degli anni 2015 e 2017 abbiano semplicemente inciso sui destinatari della normativa introdotta fin dal 2012, può sicuramente ritenersi che le stesse abbiano di fatto annullato la natura *speciale* dell'anzidetta disciplina, la quale, per effetto della sua dilatata estensione e della circostanza che la quasi totalità della s.r.l. sono PMI, finisce con il riguardare il 99% di queste società.

Accecato dal benevolo intento di incrementare il successo dell'*equity-crowdfunding*, il legislatore, facendo un cattivo uso delle norme giuridiche e dei relativi criteri classificatori, non solo ha trasformato l'eccezione in regola ma ha anche dimenticato la valenza tipologica delle disposizioni derogate che, nonostante la loro idoneità ad individuare elementi essenziali del tipo s.r.l., sono oggi applicabili inderogabilmente al solo 1% delle s.r.l. italiane, con la conseguente messa in moto di un processo di «destrutturazione» del tipo s.r.l. Quanto detto

delle 3.883 *start-up* iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese facevano ricorso ai portali *online* e così giustificano i successivi interventi normativi.

²⁴⁶ Il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali on-line, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 è stato modificato con delibera n. 20204 del 29 novembre 2017 e n. 20264 del 17 gennaio 2018. Quest'ultimo regolamento è stato da ultimo abrogato con il Regolamento adottato con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023 in materia di servizi di *crowdfunding*, in attuazione del Regolamento (Ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese e degli articoli 4-sexies.1 e 100-ter del Tuf.

²⁴⁷ L'art. 57, primo comma del d.l. n. 50/2017 («*Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo*»), convertito in L. 21 giugno 2017, n. 96, dispone: «1. All'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: "start-up innovative" e "start-up innovativa", ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: "PMI."» Per effetto del citato intervento le s.r.l. PMI possono offrire le proprie quote al pubblico anche tramite i portali online di raccolta di capitale rischio; creare categorie di quote ed effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni purché compiute in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali.

vale in misura maggiore se si considera la recentissima novella recata all'art. 100 *ter* t.u.f. dal d.lgs. n. 30/2023²⁴⁸ di adattamento della normativa nazionale al Regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese²⁴⁹, che ha consentito a tutte le s.r.l., a prescindere da limiti dimensionali, di offrire le proprie quote al pubblico.

Ad oggi, dunque, il divieto di offerta al pubblico delle quote, quand'anche non espressamente abrogato²⁵⁰, risulta sicuramente svuotato di contenuto e ciò anche volendo accogliere l'interpretazione correttiva del decreto citato promossa da un'autorevole dottrina che, relativamente al

²⁴⁸ Precisamente, ci si riferisce al d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 di attuazione della legge delega 4 agosto 2022, n. 127 (Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti normativi dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2021). Sul decreto v. E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Il nuovo dir. delle società*, 3, 2023, 481 e ss.

²⁴⁹ Il riferimento è al Regolamento (UE) 7 ottobre 2020 n. 1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese e che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 e la Direttiva (UE) 2019/1937 [c.d. *Regulation on European Crowdfunding Services Providers for Business*]. Rispetto ad esso si rinviano agli scritti di E. FREGONARA, *op. ult. cit.*, 481 e ss. e S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2021, 501 e ss. F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni*, in *Rivista ODC*, 2023, 894 e ss.; F. PRENESTINI, *L'adeguamento della disciplina italiana al Regolamento (UE) 2020/1503 in materia di fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, in *Riv. soc.*, 2023, 626 e ss.

²⁵⁰ Il d.lgs. n. 30 del 2023 ha riscritto completamente l'art. 100 *ter*, secondo il quale «In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del Codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503.» La disposizione introduce un ossimoro, rendendo le quote di s.r.l. contemporaneamente oggetto della previsione e della deroga. Ragion per cui, si potrebbe essere tentati nel ritenere che la nuova previsione abbia comportato un'abrogazione implicita per incompatibilità dell'art. 2468, primo comma c.c. nella parte in cui dispone che «le partecipazioni dei soci non possono (...) costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari». Alternativamente, tenendo a mente che il contenuto precettivo dell'art. 2468 non si esaurisce nella regola implicitamente derogata perché contiene anche quello di rappresentare le quote in azioni, si potrebbe ritenere giustificato il riferimento nell'art. 100 *ter* della deroga all'art. 2468, primo comma, in luogo che della sua abrogazione, volendosi implicitamente evidenziare che del contenuto precettivo della norma non vale più una parte – il divieto di offrire le quote – ma non l'altra – il divieto di cartolarizzazione –, che mantiene la sua vigenza anche per le quote di s.r.l.

divieto di cui all'art. 2468, primo comma c.c., discorre di una «norma ad inderogabilità relativa»²⁵¹.

La stagione innovatrice brevemente riepilogata è stata, poi, arricchita dall'introduzione della recente Legge "Capitali"²⁵², il cui art. 3, modificativo dell'art. 26 del Decreto crescita *bis*, consente alle sole s.r.l. PMI che emettano categorie di quote *standardizzate* di sottoporre queste ultime al regime di dematerializzazione facoltativa.

Le riforme citate, oltre ad aver inevitabilmente acceso una discussione dottrinale sul tipo s.r.l., stravolto nella sua essenza di società di capitali chiusa, sono foriere di interrogativi anche di carattere applicativo. Esse inducono, inevitabilmente, l'interprete a chiedersi se la disciplina codicistica della s.r.l. possa applicarsi ad una società che, usufruendo delle nuove opzioni legislative, decida di aprirsi al mercato, o se ne sia necessario un rimodellamento, considerando che il relativo contenuto è stato costruito per intero tenendo a mente il divieto di offerta

²⁵¹ F. BRIZZI, *op. ult. cit.*, 907 e ss. che, sull'assunto della presenza di un'antinomia del decreto «derivante dal fatto che entrambe le disposizioni, quella codicistica, che esprime il divieto di offerta al pubblico, e quella del t.u.f., che dispone la sua deroga, senza apparenti specificazioni, sono munite di validità dal punto di vista temporale, spaziale, personale e materiale» esclude la possibilità di parlare di un'abrogazione della norma codicistica per evitare di esporre il decreto a censure di incostituzionalità per eccesso di delega. L'a., infatti, sottolinea che nessuna norma della legge delega autorizza il legislatore delegato a derogare in maniera implicita a disposizioni del Codice civile. Anzi, l'art. 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, richiamato dall'art. 5 della Legge delega 4 agosto 2022, n. 127, recante principi e criteri direttivi per l'attuazione del diritto dell'Unione europea, prescrive che il legislatore delegato, ai fini di un migliore coordinamento con le discipline vigenti per i singoli settori interessati dalla normativa da attuare, introduca «le occorrenti modificazioni delle discipline stesse, anche attraverso il riassetto e la semplificazione normativa, con l'indicazione esplicita delle norme abrogate». Sulla scorta di ciò, fornendo un'interpretazione correttiva del d.lgs. n. 30/2023, interpreta l'art. 2468 come norma che esprime un connotato tipologico della s.r.l., sia pure derogabile in presenza di condizioni e, dunque, classificabile quale norma ad inderogabilità relativa, nella misura in cui sia riscontrabile la sussistenza di presupposti della suddetta derogabilità che l'a. individua nell'«esistenza di una specifica ed apposita autorizzazione, inserita nell'atto costitutivo o in sede di deliberazione assembleare, di aumento del capitale sociale, volta a permettere la suddetta apertura e che ne individui in modo dettagliato le modalità».

²⁵² Legge n. 21, 5 marzo 2024, Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti. (24G00041) (GU Serie Generale n.60 del 12-03-2024).

al pubblico di quote e proprio con la precipua finalità di evitare questa apertura. È, infatti, evidente che l'immagine della s.r.l. come di un'impresa che, non necessitando di fonti di finanziamento esterne, non debba sopportare gli stessi vincoli imposti alle società quotate in materia di trasparenza, organizzazione, di comunicazione, di controllo²⁵³, non sia più attuale, o meglio non lo sia nella stessa maniera, legittimando gli interpreti a chiedersi se la divaricazione di disciplina tra i due tipi capitalistici sia ancora giustificabile o se sia, di converso, necessario un riavvicinamento.

Oltre a queste problematiche di vitale importanza, le riforme sollecitano un'analisi della struttura partecipativa della s.r.l. su cui intende incentrarsi il presente contributo. Infatti, la storia della s.r.l., come già messo a fuoco, ha consegnato agli operatori un assetto partecipativo che, coerentemente al prototipo socio-economico della s.r.l. tradizionale, è declinato in vista del perseguimento di finalità contrapposte a quelle di recente emersione: dovendo la s.r.l. reperire le proprie risorse tra un pubblico selezionato e numericamente ridotto, lo strumento all'uopo occorrente, la partecipazione sociale, presenta tratti fortemente personalistici ed è infungibile, abbattendo così il rischio che quelle risorse provengano da una moltitudine di investitori anonimi, reperiti sul mercato dei capitali. Oggigiorno, invece, risulta necessario delineare uno statuto della partecipazione sociale che sia idoneo ad accogliere la nuova vocazione finanziaria della s.r.l. nella sua nuova veste di tipo sociale potenzialmente aperto al pubblico risparmio e che si ponga, dunque, in una direzione funzionale ad assicurare e favorire questa apertura. A tal fine, sarà necessario analizzare la disciplina contenuta nei decreti d'urgenza portati in rassegna, verificando come essa impatti sullo schema tradizionale di partecipazione sociale nella s.r.l. Occorre chiedersi se, alla luce di tali recenti novità che coinvolgono la disposizione cardine inerente alla quota sociale, l'art. 2468 c.c., sia già enucleabile *in via interpretativa* un assetto partecipativo della s.r.l. consono all'accesso ai mercati mobiliari. La recentissima Legge Capitali introduce degli indizi in questo senso, consentendo la standardizzazione delle quote di categoria della s.r.l. PMI.

²⁵³ *Relazione Mirone allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario, cit.*, 29 ove si legge «le imprese che, non necessitando di fonti di finanziamento esterne, con compagine societaria relativamente ristretta ed eventualmente caratterizzata anche da legami familiari, non devono sopportare gli stessi vincoli imposti alle società quotate in materia di trasparenza, organizzazione, di comunicazione, di controllo».

2. Una breve e doverosa premessa: la standardizzazione del capitale sociale della s.p.a. e le sue funzioni

In ragione dell'obiettivo prefissato, risulta doveroso muovere l'analisi avendo riguardo all'assetto partecipativo del tipo capitalistico maggiore, tradizionalmente destinato ad assolvere la funzione di promuovere la «raccolta e la mobilitazione di notevoli masse di risparmio popolare per l'investimento in imprese, per le quali nessuna privata fortuna sarebbe sufficiente»²⁵⁴. In particolare, è opportuno effettuare una sintetica ricognizione delle funzioni proprie della tecnica tipicamente azionaria di suddivisione del capitale sociale in partecipazioni tipo, uguali ed indivisibili. Una tale premessa è, infatti, imprescindibile per valutare i riflessi che la sua adozione potrebbe avere nell'ambito della "nuova" s.r.l., verificando se, a prescindere da una dematerializzazione delle quote sociali, le logiche ad essa sottese risultino trasponibili nel tipo minore in considerazione del ruolo che, almeno nelle ambizioni del legislatore, che esso riveste oggi.

La suddivisione del capitale sociale in partecipazioni tipo, uguali ed indivisibili, assume primariamente una rilevante valenza organizzativa nella società per azioni: di semplificazione nella misurazione dei diritti sociali che sono passibili di quantificazione. L'art. 2348, primo comma c.c. sancisce l'uguaglianza sia contenutistica che valoriale delle azioni, disponendo che le stesse debbano avere lo stesso valore nominale e conferire ai titolari uguali diritti²⁵⁵. La sancita identità dell'azione comporta l'operare di un peculiare modello organizzativo, oggettivo e del tutto spersonalizzato. Le situazioni giuridiche discendenti dal contratto sociale non sono direttamente riferite al socio ma esse, in via preventiva e avulsa da considerazioni individualiste, sono condensate in un numero fisso e predeterminato di partecipazioni-tipo, le azioni per l'appunto, in cui è astrattamente suddiviso il capitale sociale. La determinazione concreta

²⁵⁴ *Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942*, n. 941.

²⁵⁵ Per questa duplice valenza dell'uguaglianza vedi G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 100 e ss. Risaputamente, l'uguaglianza dei diritti che le azioni conferiscono è un'uguaglianza relativa e non assoluta nella misura in cui i diritti sociali sono attribuiti ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute, numero ancorato alla quota di capitale sociale sottoscritta. Su tale punto v. F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1 e ss. secondo il quale «l'eguaglianza assoluta di tutte le azioni (regola espressa) comporta come corollario l'eguaglianza proporzionale degli azionisti (regola tacita).»

della posizione del singolo e dei suoi diritti avviene in un momento logicamente successivo per il tramite dell'assegnazione di queste azioni, sicchè dal numero delle azioni attribuite dipende il *quantum* dei diritti di ciascun titolare, calcolato secondo i multipli di questa unità minima²⁵⁶. L'adozione dell'azione quale unità di misura dei diritti sociali reca con sé anche l'impiego di una peculiare tecnica di diversificazione dei diritti sociali che transita sempre ed inevitabilmente per il possesso azionario. La regola dell'uguaglianza dei diritti che le azioni conferiscono è derogabile solo tramite categorie azionarie fornite di diritti diversi²⁵⁷, sicchè la

²⁵⁶ In relazione alla tecnica azionaria e al suo funzionamento sul piano organizzativo si rimanda agli scritti classici ed imprescindibili di F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, ed. provv., Milano, Giuffrè, 1968, 116 e ss.; C. ANGELICI, *Le azioni, Il Codice civile. Commentario Schlesinger*, artt. 2346-2356, Milano, Giuffrè, 1992, 19; Id. *La circolazione della partecipazione azionaria*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1999, 104; Id. *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 2012, 25; Id. *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. II, Utet, Torino, 1985, 205 e ss.; P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 108; Id. *La partecipazione azionaria*, in *Studium iuris*, 1996, 675 e ss.; P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in AA.VV., *Tipo. Costituzione. Nullità, Trattato delle società per azioni*, vol. 1, t. 1, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Utet, Torino, 2004, 1; M. BIONE, *Le azioni*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Utet, Torino, 1991, 4 e ss.; A. DE MARTINI, *Voce Azioni e obbligazioni*, in *Enciclopedia della banca e della borsa*, vol. IV, Roma, 1968, 48; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, a cura di F. Vassalli, Utet, Torino, 1987, 441; B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Milano, 1959, 697 e ss.

²⁵⁷ Sulle categorie di azioni si veda le opere monografiche di A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, 62 che commenta la formulazione dell'art. 2348, ante-riforma, attribuendole il significato seguente: «essa intende dire, non che possono essere create categorie di azioni fornite di diritti diversi (...) ma che possono essere create delle azioni fornite di diritti diversi che, proprio per il fatto di questa diversità, vengono a formare delle categorie». P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1999, 39 e ss che richiama la definizione di M. Bione, di cui appresso, nonché quella di Mignoli, affermando che «non esistono prima le categorie (astratte) di azioni, entro cui andranno in seguito a confluire le azioni man mano che vengono emesse. Al contrario, esistono le singole azioni che, in base ai diritti propri del titolo, andranno a formare una categoria» ed il cui elemento aggregante è dato dall'identità nella diversità dei diritti. M. BIONE, *Le categorie di azioni*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1991, 45 nt. 4 che definisce la categoria come «ogni serie di azioni, omogenee per contenuto e perciò fungibili l'un l'altra, che presenti caratteristiche difformi da quella di altra serie

diversità non è ammessa per singole azioni diverse ma solo per serie di azioni, dal contenuto omogeneo e fungibili l'un l'altra. Essendo l'azione l'unità di misura delle partecipazioni, anche quelle speciali devono essere da essa misurabili e, dunque, scomponibili in plurime parti standardizzate e dotate di un identico *set* di prerogative sociali "speciali"²⁵⁸. Dovendo i

o gruppo». In relazione, in particolare, all'esclusività di tale tecnica per la diversificazione dei diritti sociali v. C. ANGELICI, *Principi e problemi*, cit., 31 che sottolinea, partendo dall'assunto della tecnica azionaria come modo per organizzare i diritti dei soci nella società, che quando si vogliono diversificare i diritti non è ammissibile una loro immediata attribuzione al socio bensì occorre necessariamente istituire differenti categorie di azioni. N. ABRIANI, *Le azioni e gli strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, t. 1, *Le società per azioni*, Cedam, 2010, 240 e ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 103 che dalla previsione di cui all'art. 2348, 2 comma c.c. desume il divieto di discriminazione nei diritti attribuiti che non siano conseguenza del possesso di azioni, affermando che «poiché gli azionisti sono eguali tra di loro, nel senso che tutti derivano unicamente i propri diritti dal possesso delle azioni, ogni eventuale differenza nei diritti loro attribuiti che si fondi su un criterio-altro rispetto a quello delle azioni possedute verrebbe a costituire un *vulnus* al descritto principio di eguaglianza, discriminando tra azionisti che derivano i propri diritti unicamente dalle azioni possedute e azionisti che derivano i propri diritti anche da fonti ulteriori». Sulla base di detta argomentazione, l'a. desume l'impossibilità di un'assegnazione *ad personam* di diritti speciali o diversi. Rileva ai nostri fini sottolineare l'assunto dell'autore secondo cui l'impersonalità e l'anonimato nell'attribuzione dei diritti speciali, requisiti sempre desunti dal principio di eguaglianza di cui all'art. 2348 c.c, trovano il loro fondamento nel ruolo che le azioni svolgono nello statuto organizzativo della s.p.a., nel loro rappresentare un *prius* rispetto al socio e nel loro costituire lo strumento esclusivo di imputazione al singolo delle situazioni giuridiche. Anche D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Assemblea, Trattato delle società per azioni*, v. 3, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1993, 37 secondo il quale il principio di impersonalità impone che la situazione soggettiva sia incorporata nell'azione e che quindi la modifica dei diritti di questa sia l'unico strumento per modificare o attribuire tali situazioni soggettive.

²⁵⁸ La necessaria serialità delle azioni che compongono la categoria azionaria, oltre ad essere suggerita dalla lettera della legge in seguito alla riforma societaria del 2003, è giustificata, tradizionalmente, in ragione del ruolo dell'azione come unità di misura dei diritti. A tale riguardo la maggioranza degli autori fanno leva sulle caratteristiche essenziali dell'azione e il suo fungere da unità di misura come P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, cit, 113 ritiene inammissibili categorie dotate di una sola azione in ragione dell'imprescindibile ruolo dell'azione come unità di misura della partecipazione sociale, sicché le partecipazioni dotate di un contenuto diverso da quelle ordinarie devono essere misurabili in azioni. Negli stessi termini anche in P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, cit., 41 nt. 66 e C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 66

secondo il quale la categoria monoazionaria sarebbe in radicale contrasto con la stessa funzione di unità di misura «alla quale pertanto dovrebbe considerarsi essenziale il riferimento ad una pluralità di dati da misurare ed in sostanza l'esigenza stessa, insussistente per definizione nell'eventualità discussa, di una misurazione» L'a., inoltre, sottolinea che la pluralità di parti della categoria si impone anche per attribuire applicazione al procedimento assembleare dell'art. 2376 c.c.. P. GRASSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, cit., 40 secondo cui un'unica azione sarebbe «incompatibile tipologicamente con la struttura della spa», oltre a fare leva sull'espressione stessa di categoria e sull'uguaglianza delle azioni, interne alla categoria, (dei diritti) che implicherebbe parimenti una pluralità, non potendo darsi che un'azione possa essere uguale a sé stessa. Richiama l'espressione "categoria" la quale presupporrebbe una serie di parti B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, cit., 990. Aderiscono a questa tesi, senza argomentare approfonditamente, anche M. BIONE, *Le categorie di azioni*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1991, 45 nt. 4 che definisce la categoria come «una pluralità di azioni con carattere di omogeneità e di serialità» e G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, op. cit., 163 che sottolinea come nella s.p.a. la diversità non sia ammessa per singole azioni ma soltanto per serie diverse di azioni uguali.

Altri autori fanno leva sulla lettera della disposizione in seguito alla riforma del 2003, come M. NOTARI, *sub Art. 2348. Categorie di azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 597 che, commentando la novità legislativa costituita dall'introduzione del 3 comma all'art. 2348 c.c., rinviene nella stessa la conferma dell'inammissibilità di categorie costituite da una sola azione a cui è ancorato un diritto diverso, ritenendo che la disposizione citata sia compatibile solo con l'ipotesi di una pluralità di azioni dotate di diritti diversi. Altri autori, invece, [M. CIAN, C. SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. V, Utet, Torino, 2012, 124] sottolineano che la pluralità delle parti che compongono la categoria si spiega in ragione della coesistente destinazione al mercato delle partecipazioni azionarie che ne impone, per l'appunto la serialità.

Favorevoli alla categoria mono-azionaria, invece, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 72 il quale ammette che la categoria possa essere composta da una sola azione; F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 755 e ss. il quale supera il rilievo secondo cui la categoria mono-azionaria snaturerebbe l'azione, non consentendo alla stessa di fungere da unità di misura, ritenendo che quand'anche l'azione a cui sia conferito un diritto speciale sia, diversamente dalle altre, «un'unità dotata dei diritti delle altre azioni più un diritto "x" a contenuto positivo e talvolta negativo», ciò nonostante e fermo restando alcuni accorgimenti da effettuare in sede di costituzione o di aumento di capitale, essa non perderebbe la sua funzione misuratrice. C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Assemblea. Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1999, 523 secondo il quale «le categorie appaiono caratterizzate dalla diversità dei diritti, non certo dal numero delle azioni (e quale sarebbe, e perché, il presunto numero minimo: due? tre?)». Anche A. BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, 202 secondo cui «la

diritti essere attribuiti in via “anonima” tramite le azioni, che ne costituiscono anche l’unità di misura, è inammissibile una loro assegnazione *ad personam*²⁵⁹ e, dunque, il confezionamento di singoli diritti in ragione delle specifiche esigenze di un ipotetico titolare.

Queste peculiarità della tecnica azionaria in punto di attribuzione e misurazione dei diritti si giustificano soprattutto, o secondo taluno in via esclusiva²⁶⁰, in considerazione della storica ed imprescindibile destinazione del tipo azionario al mercato²⁶¹, tale da avvallare una

differenziazione fra categorie di azioni deve essere impostata in termini *qualitativi*, cioè in ordine alla diversità di trattamento riservato ai vari titoli. (...) il *proprium* che individuerrebbe e caratterizzerebbe la categoria, e cioè la presenza – nel fascio di situazioni soggettive in cui si sostanzia la partecipazione sociale – di diritti diversi rispetto a quelli che informano le altre azioni in circolazione.»

²⁵⁹ In questo senso gli autori citati alla nt. 257. Alcuni autori, invece, ritengono possibile una diversità nei diritti su base soggettiva anche nella s.p.a. V. M. CIAN, C. SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, cit., 147 e ss. che, fermo restando i limiti di legge ed un necessario controllo di meritevolezza, riconoscono possibile nella s.p.a. chiusa modulare la posizione dei soci, quanto ai diritti patrimoniali e al diritto di voto, senza passare per una modifica contenutistica dell’azione, ritenendo ad esempio lecita una clausola statutaria che prevedesse per una categoria di azionisti un tetto massimo al numero di azioni conteggiabili ai fini del raggiungimento della percentuale utile per la convocazione dell’assemblea; M.B. PORTALE, *I diritti «particolari» del socio di s.p.a. (prime riflessioni sulla personalizzazione delle società per azioni «chiuse»)*, Tesi di dottorato in diritto commerciale interno e internazionale, Università degli studi di Brescia, a.a. 2009/2010, il quale arriva a sostenere l’ammissibilità di diritti particolari del socio di s.p.a. argomentando da una serie di disposizioni normative che attribuiscono a certi soci situazioni soggettive peculiari, o obblighi o prerogative non riconducibili alle azioni e, dunque di matrice non azionaria; dalla possibilità accordata all’autonomia statutaria ex art. 2341 di prevedere in favore dei soci fondatori particolari benefici; dalla natura omogenea della partecipazione nelle società lucrative.

²⁶⁰ Secondo alcuni autori la funzionalità dello strumento azionario può essere colta solo nella prospettiva del mercato e non nella dimensione organizzativa. In questo senso G. FERRI jr., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001, 198 svaluta la funzione organizzativa dell’azione notando come il numero assoluto delle azioni spettanti ad un socio nulla dice in realtà circa il peso dei suoi diritti, rilevando pur sempre la percentuale che la somma di azioni di cui ha la titolarità rappresenta. Ad avviso dell’autore, dunque, non è comprensibile il motivo per il quale ci si debba riferire alla somma delle azioni quando, per risolvere i problemi organizzativi, si è poi costretti ad individuare a quale percentuale corrisponda l’anzidetta somma.

²⁶¹ F. GALGANO, *Lex mercatoria*, 1993, Il Mulino, Bologna, 83; T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale*³, Giuffrè, Milano, 1962, 34 e ss.; P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, cit., 21; U. TOMBARI, *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Giuffrè, Milano, 2019, 83 e ss. Rispetto a quanto affermato nel testo in merito al

strutturazione della partecipazione adeguata ad una tale meta finanziaria ed in grado di restare indifferente ai mutamenti soggettivi dei suoi titolari (c.d. spersonalizzazione dell'azione). In effetti, i tratti dell'unità azionaria dell'uguaglianza e dell'indivisibilità consentono alla stessa di rilevare, oltre che nella sua dimensione organizzativa come partecipazione alla società, anche come prodotto finanziario destinato a costituire oggetto di plurime negoziazioni sui mercati²⁶². La circostanza, infatti, che lo strumento tramite cui l'impresa reperisce risorse sia pensabile, tramite il noto processo di reificazione dell'azione, come una merce da negoziare facilita la creazione di un mercato delle partecipazioni e ne assicura vitalità ed efficienza, da diversi punti di vista²⁶³: l'azione, nella sua fungibilità e serialità, si predispone a circolare come un titolo di massa e in forma dematerializzata²⁶⁴, con un conseguente potenziamento della sua

collegamento tra i temi finanziari e la configurazione della partecipazione nella s.p.a. è significativo quanto rilevato da C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Giuffrè, Milano, 2012, 26 il quale sottolinea che le azioni hanno preceduto la società nel senso che il loro significato finanziario è emerso prima di quello inteso a caratterizzare una forma di partecipazione alla società, alludendo alla circostanza che esse non necessariamente attribuivano poteri nell'organizzazione sociale e che, come la storia evidenzia, erano oggetto di frequenti confusioni con le obbligazioni.

²⁶² Questa duplicità concettuale dell'azione è evidenziata da M. MAUGERI, *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 72 e ss. il quale, infatti, sottolinea che proprio in ragione di tale duplicità alla stessa è possibile attribuire tanto un valore quanto un prezzo, grandezze tra loro non omogenee. Parimenti in ID., *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 93 e ss. secondo il quale la singola unità azionaria negoziata in borsa si presenta «intrinsecamente «ancipite»».

²⁶³ Sottolinea le conseguenze «finanziarie» dell'azione quale unità di misura della partecipazione sociale P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, cit., 116 discorrendo dell'ipotesi che l'azione in questa sua veste assicura, consentendo di pensare alla stessa come un bene autonomo che, da questo punto di vista, agevola la creazione di un mercato secondario. Negli stessi termini anche ID., *La partecipazione azionaria*, cit., 677; P. SPADA, M. SCIUTO, *op. ult. cit.*, 48. C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 33 e ss.; ID., *La circolazione della partecipazione azionaria*, cit. 102 che tra i riflessi discendenti dal fenomeno di standardizzazione risultante dalla tecnica azionaria individua «l'instaurazione ed il funzionamento di un mercato secondario che abbia per oggetto le unità azionarie: un mercato nel quale ad esse, proprio perché prefigurate in termini oggettivi, è possibile assegnare uno specifico valore».

²⁶⁴ C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, cit., 103, n.t 8 secondo cui la caratteristica della fungibilità consente il funzionamento di sistemi come quello del «Monte Titoli». Anche C. ANGELICI, G.B. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹², Utet, Milano, 2023, 654 ove si afferma che «in funzione della loro fungibilità, gli strumenti

negoziabilità; essa, come tale, presuppone una pluralità e dunque una numerosità di suoi esemplari da destinare al pubblico in via autonoma; ancora, la sua standardizzazione assicura l'assegnazione alla stessa di uno specifico ed unitario *prezzo*, anche diverso dal suo valore nominale²⁶⁵, così da consentire al mercato stesso in cui l'unità azionaria viene scambiata di fungere da sistema di misurazione continuativa della stessa²⁶⁶. Tra l'altro, l'azione con le sue caratteristiche essenziali, oltre ad assicurare l'efficienza

finanziari possono infatti formare oggetto di *gestione accentrata*: la fungibilità consente il loro deposito in un'unica massa e l'adozione, al fine di ridurre i costi e i rischi connessi alla loro custodia e all'esercizio dei relativi diritti, di tecniche di *trasferimento* tra depositanti fondate su *meccanismi scritturali*, la cui operatività prescinde dalla consegna del documento.»

²⁶⁵C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, Le società commerciali, II, Vallardi, Milano, 1923, 195 che, nel discorrere della distinzione tra quote e azioni della società anonima del Codice di commercio e nel differenziarle in ragione dell'uguaglianza e diversità del valore nominale, afferma l'ammissibilità delle sole azioni alla "quotazione in borsa" fondata sull'impossibilità della «formazione di un listino, e quindi di un prezzo *unico*, corrente delle quote di una società anonima, a cagione della loro disuguaglianza» (enfasi aggiunta). In questo senso, G. FERRI jr., *Investimento e conferimento*, cit., 191 secondo il quale la funzione dello strumento azionario, ritenuta tra l'altro esclusiva, è non solo assicurarne un'agevole circolazione ma soprattutto «la formazione del relativo mercato in quanto sistema autonomo di valutazione, e dunque in quanto sistema di prezzi. (...) La formazione di un prezzo di mercato (...) presuppone infatti che ogni scambio abbia ad oggetto il *medesimo bene*, o meglio, beni misurabili secondo medesimi criteri; e ciò per la ragione che quello di mercato non può che essere un prezzo *unitario*; ed è proprio in ciò che si risolve, anzi si esaurisce, la funzione dell'azione: nel permettere cioè al mercato di riconoscere un *prezzo unitario*» (enfasi dell'autore). Anche P. SPADA, *La partecipazione azionaria*, cit., 677 secondo il quale l'unità azionaria «favorisce l'istituzionalizzazione di flussi di domanda e di offerta consentendo di predisporre un «listino» periodico di quantitativi di prezzi unitari (non lontano dal «listino» periodico di quantitativi unitari di merci, come l'oncia d'oro, il barile di greggio o il quitale di grano).» Che il prezzo di borsa delle azioni non corrisponda al valore reale dell'azione è sottolineato da M. MAUGERI, *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, cit., 72 e G. FERRI jr., *Investimento e conferimento*, cit., 187 nt. 121.

²⁶⁶ M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Testo unico finanziario, Mercati ed emittenti*, II, Zanichelli, Torino, 2020, 1228 pone in rilievo l'importanza dal mercato secondario quale sistema di misurazione delle partecipazioni in esso negoziate, affermando che in base a questa misura l'emittente deciderà le condizioni con cui raccogliere nuovo capitale di rischio sul mercato primario e gli azionisti, invece, beneficiano di un indice oggettivo per vagliare il buon andamento dell'impresa e per segnalare ai gestori di essa la propria eventuale insoddisfazione.

di un mercato secondario delle partecipazioni²⁶⁷, agevola anche l'appello al risparmio anonimo e, dunque, la creazione di un mercato primario sul quale collocare i diritti di partecipazione e raccogliere ingenti risorse da destinare all'attività produttiva. Infatti, gli investitori saranno tanto più propensi alla sottoscrizione dei titoli quanto maggiore sarà la garanzia loro offerta della pronta liquidità dell'investimento azionario.

Ad ogni modo, la considerazione dell'azione quale unità di misura della partecipazione sociale non è un connotato essenziale dell'azione stessa²⁶⁸ ma frutto di una precisa scelta di politica legislativa, animata dal perseguimento delle finalità sopra esposte e dalla considerazione che le medesime, anche se perseguibili altrimenti, siano raggiungibili al meglio tramite il modello delle partecipazioni-tipo.

3. L'impatto problematico delle riforme sulla partecipazione sociale nella s.r.l. e sull'interpretazione corrente dell'art. 2468, 1 comma c.c.

Come l'analisi storica ha rivelato, l'adozione della sopra descritta tecnica di conformazione della partecipazione sociale nella s.r.l. è stata tradizionalmente osteggiata dal divieto di rappresentazione in azioni, quale elemento connotante del tipo s.r.l., interpretato dalla dottrina maggioritaria come atto ad imporre un assetto partecipativo personalistico ed incentrato sui tipici caratteri di unicità e unitarietà della quota sociale.

²⁶⁷ L'importanza di un mercato secondario azionario tale da consentire all'azione stessa di assolvere la sua funzione economica è sottolineata da C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 4 nt. 7, 82 nt. 7, 515 il quale osserva che una delle principali utilità della spa è quella di consentire un equilibrio tra esigenze imprenditoriali di disposizione di un capitale fisso, realizzando un fenomeno di *lock-in* dell'investimento, ed esigenze dell'investitore alla liquidità del proprio investimento, esigenze queste ultime soddisfatte dal mercato secondario. Negli stessi termini anche M. MAUGERI, *op. ult. cit.*, 1227 e P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Giuffrè, Milano, 2022, 2 e ss.

²⁶⁸ In questo senso P. SPADA, *Dalla nozione al tipo*, cit., 113 secondo il quale «l'azione ha, come ogni altro concetto giuridico, la fisionomia che una prescelta esperienza normativa legittima (...) Accade così che in aree giuridiche comparatisticamente molto importanti per noi, la visuale dell'azione come unità di misura della partecipazione non regga. Per esempio, in Germania, ove vige il principio del valore nominale (*Nennwertaktie*) ma non quello dell'eguaglianza del valore (...) l'azione è concetto riassuntivo di una particolare condizione giuridica della partecipazione: vale a dire della sua indivisibilità, innanzitutto, e poi della libera trasferibilità in regime cartolare (...). Ma il peso organizzativo del voto non si commisura al numero delle azioni possedute, bensì al valore nominale.»

L'anzidetto divieto è stato affiancato con la riforma del 2003 da quello ulteriore di offerta al pubblico delle quote, nel comune obiettivo di allontanare la s.r.l. dal mercato del capitale di rischio e con ciò tracciare un'invalicabile linea di distinzione tra i tipi capitalistici. Sul presupposto che le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio esigono la loro scomposizione in *quanta* standardizzati, quand'anche non circolanti secondo la tecnica cartolare, l'orientamento maggioritario e autorevolmente rappresentato sosteneva che l'espressa proibizione per la s.r.l. di offrire le proprie quote al pubblico avesse indirettamente rafforzato il significato tipologico del divieto di rappresentazione delle quote in azioni. Da ciò l'affermata incompatibilità con la s.r.l. non solo del ricorso ai mercati mobiliari, sul fronte dell'*equity*, ma anche della «scomposizione del rapporto sociale in unità omogenee», rendendo così «impregiudicati i problemi del voto parziale o divergente e del recesso parziale nella società a responsabilità limitata»²⁶⁹ ed inderogabile lo schema di matrice austriaca della «quota unica permanente».

Sulla base dell'argomento secondo cui il divieto di offerta al pubblico delle quote avrebbe direttamente abbattuto il pericolo della creazione di un mercato di massa delle partecipazioni sociali, rendendo non più attuale l'esigenza di precludere lo strumento della tecnica azionaria all'uopo occorrente, si è in precedenza dissentito dall'anzidetto orientamento, rinvenendo, invece, nella riforma del 2003 conferme di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione delle quote in azioni e tale da precludere la sola cartolarizzazione delle quote sociali. Alla luce, dunque, della conclusione interpretativa già raggiunta sarebbe ben possibile trasporre nella s.r.l. la tecnica azionaria di suddivisione del capitale in partecipazione-tipo. Tale risultato potrebbe trovare conferma nelle recenti riforme normative.

Il contesto regolamentare, nel cui ambito si inserisce la previsione secondo cui le quote non sono rappresentabili in azioni, si è complicato ulteriormente all'esito delle riforme degli anni 2012 e seguenti, le quali, nella loro frammentarietà e pluralità, hanno comunque lasciato impregiudicata e vigente la citata disposizione per tutte le s.r.l., a prescindere dal loro carattere innovativo o dalla loro soglia dimensionale. Il processo di graduale svilimento che ha riguardato, invece, il divieto di offerta al pubblico delle quote e che, da ultimo, si è concluso con la

²⁶⁹ Per tutti P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452 e 2462 del Codice civile in Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, t. 1, Piccini, Padova, 2010, 6.

riscrittura dell'art. 100 *ter* t.u.f. inducono ad interrogarsi, ancora una volta, sulla corretta interpretazione di quella disposizione, considerando che la *ratio* tradizionalmente ad essa assegnata non si pone in linea con i recenti propositi legislativi di incentivare l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali. Se già all'esito della riforma del 2003, l'interpretazione estensiva del divieto, volta a precludere alla s.r.l. la divisione del capitale sociale in partecipazioni-tipo, risultava anacronistica, oggi, a fronte di un mutamento radicale della s.r.l. e della sua configurazione, essa potrebbe risultare addirittura controproducente rispetto al primario obiettivo di agevolare l'apertura della società a responsabilità limitata ai mercati. Infatti, non può dubitarsi del fatto che l'accoglimento dell'interpretazione tradizionale del divieto di rappresentare le quote in azioni ostacolerebbe concretamente i propositi del legislatore nazionale ed europeo. Un'apertura effettiva al mercato dei capitali della s.r.l. potrebbe muoversi dalla transizione dalla fattispecie dei titoli di credito di massa a quella degli strumenti finanziari che consentirebbe di ritenere sostanzialmente irrilevante il divieto a fronte della sussumibilità della quota nella sottocategoria dei valori mobiliari. Ma ponendosi nell'ottica dell'interpretazione estensiva dell'art. 2468, il divieto, impedendo la suddivisione del capitale in quanta *standard* ed indivisibili ed imponendo di converso l'adozione dello schema della «quota unica permanente», complica suddetta qualificazione, privando la quota di quel carattere di fungibilità idoneo ad attribuirle la necessaria agibilità negli scambi finanziari.

A fronte di questa palese antinomia tra l'interpretazione tradizionale del divieto di rappresentazione delle quote in azioni e il mutato contesto regolamentare inerente alla s.r.l., in dottrina è insorta l'esigenza di ricondurre il sistema ad unità, tentando di raccordare detta disposizione alle novità normative.

Al riguardo, alcuni autori, con lo stesso approccio argomentativo con cui in passato desumevano dall'art. 2468, prima parte, c.c. il divieto di standardizzazione del capitale sociale, affermano oggi una sua deroga tacita in relazione a detto significato²⁷⁰, con la conseguente

²⁷⁰ Diversi autori desumono il superamento dell'unitarietà della quota dalla previsione inerente alle categorie di quote. In questo senso P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1459; ID., voce *Start-up e PMI Innovative*, in *Dig. IV, Disc. priv.*, Sez. comm., Agg. *****, Torino, 2017, 485 che fa leva sulla riconosciuta

possibilità di creare categorie di quote di cui all'art. 26, secondo comma del D.L. n. 179/2012 che, secondo l'autore, consente non solo «la possibilità di passare, nella s.r.l. *start-up*, dai diritti particolari del socio ai diritti particolari della quota, ma di arrivare anche a legittimare un processo di oggettivizzazione e di standardizzazione assolute delle quote di partecipazione sociale sulla falsariga di quanto avviene per le partecipazioni azionarie». In questo senso deporrebbe la lettera della norma, «là dove viene a dividersi in due parti ideali (unite dalla congiunzione «e»), l'una (la seconda) volta a consentire la deroga alla regola dei diritti particolari personali e la creazione di diritti particolari reali (sia pur nel rispetto dei limiti imposti dalla legge: si pensi, ad esempio, al divieto di patto leonino); l'altra (la prima) volta invece a derogare al divieto di rappresentazione tramite azioni e consentire così la creazione di partecipazioni oggettivate e standardizzate». L'a., in sostanza, ritiene che l'art. 26, 2 comma abbia implicitamente derogato anche al divieto di rappresentazione delle quote in azioni. Desume il superamento del divieto di standardizzazione delle quote sociali sulla scorta di argomentazioni analoghe CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n.171 del 27 Novembre 2018, Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; 2348 c.c.)* ove si afferma l'ammissibilità di categorie di quote standardizzate o ordinarie in ragione dell'assenza di una disposizione che imponga l'uguaglianza del valore nominale delle quote e della lettera dell'art. 26, 2 comma d.l. n. 179/2012, ritenendo che «quand'anche si volesse attribuire all'art. 2468, comma 1, c.c. – nella parte in cui sancisce che “le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni – il significato di un divieto di suddivisione delle quote di s.r.l. in un numero predeterminato di partecipazioni standardizzate e di uguale misura, si dovrebbe comunque ritenere che è proprio questa regola ad essere derogata dall'art. 26, comma 2, d.l. 179/2012, che estende alle s.r.l. una “tecnica” di conformazione delle partecipazioni sociali tipica delle società azionarie.» ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 L'impresa start-up innovativa*, in *Riv. not.*, 2013, 528 ove, nel commentare la normativa di cui al d.l. n. 179/2012, si sottolinea, relativamente alla deroga all'art. 2468, 2 e 3 comma c.c. di cui all'art. 26, 2 comma, l'ammissibilità della creazione di una pluralità di quote unitarie, standardizzate, indivisibili e cumulabili in capo ad un medesimo socio recanti diritti uniformi diversi da quelli previsti dal regime ordinario. M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 589 e ss. secondo i quali la creazione di categorie di quote implica necessariamente l'articolazione del rapporto sociale in unità omogenee di partecipazione. O. CAGNASSO, *La lunga marcia di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425; ID., *La s.r.l. «aperta» in Dalle start-up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 240 secondo il quale le categorie di quote che l'atto costitutivo può prevedere sono «partecipazioni standardizzate scomponibili in unità omogenee». D. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, 496, fermo restando il tratto distintivo primigenio sottostante alla quota. Alcuni autori non si preoccupano di giustificare neanche la possibile standardizzazione del capitale sociale in seguito alle riforme esposte. M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie*

riconosciuta necessità per la s.r.l. di abbandonare lo schema della quota unica permanente ed optare per quello, tipicamente azionario, della pluralità di partecipazioni, uguali ed indivisibili. L'indirizzo interpretativo descritto è ulteriormente scomponibile al suo interno. Alla tesi secondo la quale l'emissione di categorie di quote imporrebbe l'abbandono del principio "un socio-una quota sociale"²⁷¹ si contrappone quella secondo cui tale abbandono non sarebbe necessario ma soltanto possibile, ben potendo la società procedere all'emissione sia di categorie di quote in senso stretto, caratterizzate da uguale valore e uguali diritti, sia di categorie di quote non standardizzate, contraddistinte da un'uguaglianza solo contenutistica²⁷².

imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto), in *Riv. soc.*, 2018, 353, che ritiene possibile scomporre almeno in parte le partecipazioni sociali in quote unitarie oggettivate.

Altri autori, invece, fanno leva sulla destinazione al mercato delle quote tale da giustificare una standardizzazione: M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, 2018, 831 il quale desume la rottura dell'unitarietà della quota non tanto dalla previsione che rende possibile alle s.r.l. PMI di emettere categorie di quote ma dalla «destinabilità della categoria al mercato», fermo restando la possibilità di offrire al mercato quote ordinarie e non standardizzate, pur se categorizzate; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019; M. MORGESE, *Categorie speciali di quote nelle s.r.l. P.M.I.: standardizzazione o quota unitaria*, in *Categorie di partecipazioni e condizioni soggettive del socio*, a cura di G. A. Rescio, Quaderni db sulle massime e sugli orientamenti, giugno 2021, 51; E. MORINO, *Le quote di P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Dalle start-up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 343.

²⁷¹ M. MALTONI, P. SPADA, *op. ult. cit.*, 589 e ss.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, *cit.*, 1459; ID., voce *Start-up e PMI Innovative*, *cit.*, 485; A. CETRA, *La s.r.l. PMI: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 815, il quale ritiene che la standardizzazione sia il presupposto imprescindibile per la creazione di categorie di quote ed è inoltre necessaria ai fini di un'offerta al pubblico delle quote sociali; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, Milano, Utet giuridica, 2022, t. III, 238 la quale ritiene necessario attribuire alle quote che compongono la categoria uguale valore nominale, atteso che l'uguaglianza di valore garantisce un'uguaglianza di diritti sociali.

²⁷² M. CIAN, *op. ult. cit.*, 832 secondo cui nulla impedirebbe all'atto costitutivo di precostruire l'aliquota di capitale espressa dalle quote e assegnare alle stesse un'entità diversa, lasciando che il loro numero e dimensione cambino in ragione delle vicende circolatorie successive, fermo restando che, a prescindere da qualsiasi standardizzazione, il principio di unitarietà della quota salta nei confronti di quote appartenenti a categorie diverse. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n.171, cit.*,

In questo indirizzo interpretativo si individua anche l'orientamento dottrinale²⁷³ che fonda il superamento dell'unitarietà della quota non solo

ove in motivazione si afferma quanto segue «Nell'ambito delle s.r.l. – in mancanza di una regola che imponga l'uguaglianza del valore nominale di tutte le partecipazioni sociali – si deve invece ritenere ammissibile la configurazione sia di categorie di quote in senso stretto (che potremmo quindi definire come categorie di quote “standardizzate”), caratterizzate dall'uguaglianza della misura delle quote e dei diritti che esse attribuiscono, sia di categorie di quote “non standardizzate”, connotate solo dalla uguaglianza (e dalla “spersonalizzazione) dei diritti diversi che esse attribuiscono ai loro titolari. Nel primo caso, lo statuto deve determinare non solo i diritti spettanti alle quote di ciascuna categoria, bensì anche la loro misura e il loro numero. Nel secondo caso, invece, al pari di quanto avviene di norma nelle s.r.l., il numero e la misura delle quote di categoria non costituiscono oggetto di determinazione ad opera dello statuto, bensì sono rimesse alle vicende circolatorie poste in essere tra i soci, nel rispetto degli eventuali limiti statutari in tema di trasferimento e di divisione delle quote sociali.» S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2022, 123 secondo la quale la standardizzazione delle partecipazioni è una caratteristica eventuale delle categorie di quote che è rimessa all'autonomia statutaria. S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 190 che ritiene che «la creazione di categorie di quote non presuppone invece di per sé la loro standardizzazione in unità minime e indivisibili, come è stato anche di recente messo in luce. È possibile creare infatti categorie di quote dotate degli stessi diritti — diversi da quelli spettanti alle altre quote — senza che vi sia uguaglianza nella loro misura». N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Dalle start-up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 848 secondo i quali la standardizzazione non sarebbe un passaggio necessario per la creazione di categorie di quote. Infatti, essi affermano che «la circostanza, poi, che vi siano quote di una medesima categoria, qualificata da diritti diversi (...), ciascuna individualizzata, e quindi di misura diversa, rispetto alle altre non pone alcun ostacolo al regolare al regolare funzionamento della categoria». A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 717 sottolinea che la standardizzazione non sarebbe necessaria neanche in vista dell'offerta al pubblico delle quote «perché ciò che viene sollecitato presso il pubblico sarebbe l'investimento in capitale di rischio e conseguentemente la quota emessa corrisponderà – salva diversa previsione statutaria- al conferimento effettuato».

²⁷³ M. GARCEA, *Le “nuove” s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 596 secondo cui «implicitamente sottesa alla scelta di consentire l'appello al pubblico risparmio, è quella di standardizzare le quote, diversamente essendo difficile immaginare di avvalersene per stimolare il risparmio anonimo. La più seria ragione che convince nell'escludere la standardizzazione delle quote nella s.r.l. del Codice civile, vale a dire la sua complementarità rispetto al divieto di appello al pubblico, qui evapora, essendo venuto

sulla riconosciuta possibilità per le s.r.l. PMI di creare categorie di quote ma soprattutto sulla segnata apertura della s.r.l. al mercato che giustificerebbe una mercificazione delle quote sociali e, dunque, una loro standardizzazione in ragione, per l'appunto, della loro destinazione ai mercati, sicchè la mera offerta di quote al pubblico risparmio, anche se non diversificate dal punto di vista qualitativo, ne giustificerebbe una configurazione para-azionaria la cui adozione, sebbene non necessaria, sarebbe sicuramente opportuna.

Ad ogni modo, non tutti gli autori condividono il propugnato abbandono dei principi di unicità e unitarietà della quota sociale, nonostante la deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote sociali, oggi estesa a tutte le s.r.l., e la deroga all'art. 2468, commi secondo e terzo c.c., riservata tutt'ora alle sole s.r.l. PMI. Autorevole dottrina²⁷⁴, infatti, a

meno proprio quest'ultimo divieto.» Anche F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 151 e ss. G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte. «senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile»*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M., Torino, 2020, 118.

²⁷⁴ G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 520 nt. 260, 543 nt. 36 e 42 secondo cui l'emissione di quote standard sarebbe in contrasto con il divieto di cui all'art. 2468, 1° comma c.c. «giacchè la ricordata fonte codicistica, allorchè stabilisce a proposito della s.r.l. che le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da Azioni, intende usare il termine «azioni» nell'accezione minima, appunto, di partecipazioni-tipo, con valore unitario pari ad una frazione del capitale sociale e attributive di uguali diritti comuni o di categoria, a prescindere dalla loro incorporazione in un titolo azionario» e ciò sulla scorta del fatto che la citata fonte non risulta derogata dall'art. 26, comma 5, d.l. 179/2012; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *La società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 536 e ss. che all'esito di un'articolata ricostruzione delle deroghe al diritto societario previste delle novelle e del loro impatto sulla partecipazione sociale perviene ad affermare la valenza, tutt'ora valida, della distinzione tipologica tra s.r.l. e s.p.a., sancita dal divieto di rappresentare le quote in azioni, «per cui le partecipazioni nel primo tipo di società sarebbero necessariamente caratterizzate dal requisito dell'unitarietà intrinseca (o "unicità") secondo il principio "tante quote tanti soci", tale per cui ogni partecipazione (...) esprimerebbe un'unitaria posizione contrattuale»; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONI, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, cit., 44 secondo i quali la possibilità di emettere categorie di quote «consente, almeno all'interno della categoria, di rendere le quote a questa ascritte omogenee; omogenee se non altro dal punto di vista del quantum di diritti e poteri attribuiti, della "partecipazione" alla "organizzazione" non potendosi escludere la plausibilità di categorie con quote di valore "nominalmente" diverso ma attributive, appunto, di quanta identici di poteri e

supporto della perdurante validità di queste caratteristiche della quota sociale e della loro valenza quali elementi essenziali del tipo sociale s.r.l., richiama proprio la vigenza del divieto di emettere azioni di cui all'art. 2468, primo comma c.c. e la sua carica tipologica, considerando che le riforme di cui ai decreti d'urgenza derogano al solo divieto di offerta delle quote al pubblico e non anche a questo secondo elemento distintivo della s.r.l. rispetto alla s.p.a.

Questo risultava essere il quadro interpretativo fino alla recente emanazione della citata Legge "Capitali" che, con la riconosciuta possibilità di dematerializzare le categorie di quote se di ugual valore e se conferenti uguali diritti, legittima sicuramente la standardizzazione delle partecipazioni sociali in s.r.l.. Certamente, quest'ultima novità sconfessa gli orientamenti citati, assolutamente contrari all'adozione di una struttura partecipativa lontana da quella tradizionale designata nel Codice civile, e ammette un superamento dei tradizionali caratteri di unicità e divisibilità della quota sociale in caso di sua dematerializzazione. Resta, però, da valutare se la conformazione para-azionaria della quota sociale si imponga alla luce delle ulteriori deroghe al diritto societario previste e a prescindere dall'assoggettamento delle partecipazioni alla nuova tecnica circolatoria. In altri termini, occorre verificare se l'emissione di categorie di quote o l'offerta al pubblico delle partecipazioni comportino in sé e per sé la necessità di adottare un diverso assetto partecipativo, fondato in particolare sulla standardizzazione delle quote sociali. Il divieto di rappresentazione delle quote in azioni è, d'altronde, rimasto in vigore anche in seguito a quest'ultima novella. Si potrebbe, in effetti, ritenere che siano le esigenze tecniche sottese al sistema di gestione accentrata a rendere necessario standardizzare le quote sociali, le quali, al di là di tale caso, dovrebbero essere configurate con le caratteristiche fino ad oggi conosciute alla luce della citata disposizione.

Il tentativo di prospettazione di uno schema della partecipazione sociale che sia al passo con le riforme è necessario che transiti, dunque, per

diritti benchè dissociati da quei (variabili) valori»; C.A. BUSI, La nuova s.r.l. PMI alla luce dei recenti orientamenti notarili, in Società e contratti, bilancio e revisione, 2019, 15 il quale nega l'ammissibilità di una standardizzazione che comporta una moltiplicazione delle quote di uguale contenuto riconducibili al socio con un chiaro attentato all'unica norma della s.r.l. rimasta integra dopo le riforme, fermo restando la possibilità di una standardizzazione funzionale alla «creazione di un "taglio" di partecipazione (che possa fungere) da metodo di computo dei diritti spettanti al socio». Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.N.6, Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote.

un'analisi della citata disposizione regolamentare, l'art. 2468 c.c. in correlazione con le singole deroghe al diritto societario, norma quest'ultima che precluderebbe, secondo taluni, l'adozione anche oggi di un assetto partecipativo analogo a quello azionario nella s.r.l. (al di là della dematerializzazione delle quote).

4. La possibilità di emettere categorie di quote

4.1. Il superamento del divieto di titolarità plurima delle quote sociali

Fin dalle prime concettualizzazioni dottrinali il principio di unicità della quota, quale discriminazione tipologica tra s.r.l. e s.p.a., è stato inteso dalla dottrina come atto a vietare anzitutto la titolarità plurima delle quote sociali, quale che ne fosse il valore nominale, ed imporre di converso l'adozione dello schema austriaco della quota unica permanente che, diversamente da quello tedesco della quota unica iniziale, impone l'unificazione delle singole unità in capo al socio, anche in seguito ad acquisti o sottoscrizioni di ulteriori partecipazioni. Parimenti, il predicato di unicità della quota è stato interpretato come volto ad impedire la standardizzazione del capitale sociale, costringendo all'adozione di una tecnica di divisione dello stesso di tipo personalistico, dato che la sua parcellizzazione in frazioni *standard*, soprattutto se di esiguo ammontare, avrebbe comportato l'inevitabile conseguenza dell'attribuzione al singolo di plurime quote²⁷⁵.

A tale riguardo, occorre chiedersi se su questo quadro incida la riconosciuta possibilità statutaria per le s.r.l. PMI di creare categorie di quote, verificando se e come essa si concili con gli indicati derivati del carattere di unicità della quota sociale, così come tradizionalmente desunti dal divieto di rappresentazione delle quote in azioni.

Relativamente all'unificazione soggettiva delle quote sociali di spettanza del socio, discendente dall'unicità della quota, può predicarsene un suo superamento, almeno nella misura in cui il socio, già titolare di una quota ordinaria, ne acquisti una speciale o viceversa.

Fin tanto che nella quota sono oggettivizzati esclusivamente diritti uguali, ovviamente attribuiti in via proporzionale all'entità conferita dal

²⁷⁵ N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, cit., 881 che sottolinea come la questione inerente alla possibilità di introdurre nello statuto di una s.r.l. una clausola in forza della quale il capitale sia idealmente diviso in partecipazioni tipo e quella relativa al cumulo di più quote separate in capo ad un solo socio siano trattate e risolte dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiana nel medesimo senso.

singolo secondo il principio di doppia proporzionalità di cui all'art. 2468, secondo comma c.c., l'esigenza dell'abbandono del riferito divieto non è avvertita dalla dottrina. A fronte di quote ordinarie la misurazione dei relativi diritti sociali transita direttamente per la misura della quota di partecipazione, a sua volta quantificabile in base alla frazione matematica che essa esprime o al suo valore nominale. Parimenti, la circolazione della quota può riguardare, per il tramite del suo carattere di divisibilità, singole frazioni che la compongono, salva diversa previsione statutaria. Ragion per cui né dall'uno, né dall'altro punto di vista l'unificazione delle quote ordinarie in capo al singolo è percepita come necessaria, fermo restando gli innegabili vantaggi che anche in questi casi il suo superamento potrebbe comportare²⁷⁶.

Il discorso, però, si complica passando alla prospettiva dei diritti speciali. A tale riguardo, è innanzitutto indicativo che i primi commentatori della disciplina originaria della s.r.l. e lo stesso legislatore riconoscevano l'ammissibilità dell'incorporazione di diritti diversi nella quota sociale²⁷⁷, ritenendo che in questi casi fosse possibile superare l'unicità della quota sociale ed ammettere una titolarità separata di quote ordinarie e quote "speciali"²⁷⁸. Stessi risultati sono stati raggiunti dalla

²⁷⁶ Come è stato in precedenza riferito l'adozione di un'unità minima di partecipazione comporta solo una semplificazione nella misura dei diritti sociali, come per l'appunto accade nel contesto della s.p.a. Quanto, invece, all'autonomia della singola unità - che compone un pacchetto di partecipazioni- dal punto di vista circolatorio, i vantaggi ad essa connessi sono comunque raggiungibili per il tramite della divisibilità della quota sociale.

²⁷⁷ L'originario art. 2492 c.c. disponeva «Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, la ripartizione degli utili ai soci è fatta in proporzione delle rispettive quote di conferimento».

²⁷⁸ G. GORLA, *Le società secondo il nuovo codice. Breve guida pratica, cit.*, 98 secondo cui «se il socio acquista un'altra quota, riteniamo che, pur restando ancora l'utilità sociale determinata dalla sua persona, le due quote si debbano considerare come distinte, per quanto concerne in specie i diritti e gli obblighi particolari di ciascuna quota (es. privilegio nella ripartizione degli utili secondo l'art. 2492; prestazioni accessorie secondo l'art. 2478, versamenti non eseguiti ecc.). Anche A. GRAZIANI, *Diritto delle società, op. cit.*, 433 che afferma «ove un soggetto già socio acquista un'ulteriore quota, questa formerà insieme con quella già da lui posseduta un tutto unico, salvo che vi osti l'eventuale diversità del loro regime giuridico, per quanto attiene p. es. a privilegi od obblighi di prestazioni accessorie.» parimenti, F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società, cit.*, 551 nt. 5. Anche G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata, cit.*, 159 e ss. che, differenziandosi dalla dottrina quasi unanime dell'epoca, riteneva addirittura che fosse possibile la titolarità di più quote in capo ad un solo socio fin dalla fase costitutiva in

dottrina successiva²⁷⁹ a seguito dell'introduzione dell'istituto dei diritti particolari. La nota tesi della c.d. partecipazione «speciale»²⁸⁰, ove i diritti diversi per effetto di una previsione statutaria entrano nel contenuto della quota e circolano unitamente ad essa, presenta come corollario «la possibilità che, in parziale deroga al principio dell'unicità della partecipazione di s.r.l., (...) il medesimo socio (sia) titolare di una partecipazione «ordinaria» e una partecipazione speciale»²⁸¹. L'anzidetta deroga viene giustificata in ragione della diversità dei diritti insiti nella partecipazione, tale da negare una riunione delle quote in capo al

ragione della «mancanza di un qualsiasi interesse sostanziale che possa giustificare, nel contesto della disciplina italiana del tipo di società considerata, il divieto di titolarità di più quote. Mentre non mancano a reclamare la sua ammissione interessi meritevoli di tutela.»

Contra V. SALANDRA, *L'impresa commerciale, Le società commerciali, cit.*, 589 il quale ritiene che «quando un socio acquista la quota di un altro socio, è da ritenere (sebbene ciò non sia espressamente disposto) in conformità della natura giuridica della quota di misura dei diritti sociali di ciascun socio, che la quota acquistata si congloba con quella che era già in possesso del socio acquirente (...) e non che le due quote rimangano distinte.» A favore della permanente autonomia delle quote anche A. BRUNETTI, *Società a responsabilità limitata, cit.*, 120; E. SOPRANO, *Il libro del lavoro del nuovo codice civile (lineamenti e motivi), cit.*, 255; G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata, cit.*, 34.

²⁷⁹ M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni, cit.*, 325 il quale conia la fattispecie delle «partecipazioni speciali» caratterizzate dall'interiorizzazione del diritto speciale per scelta statutaria, dall'ammissibilità di un trasferimento del diritto, in luogo che della sua estinzione, in caso di circolazione della partecipazione stessa e dalla sostituzione del meccanismo delle assemblee speciali con altro modellato su quello dell'art. 2376. Ad ogni modo, egli individua quali limiti alla possibilità di creare vere e proprie categorie di quote quelli inerenti alla partecipazione sociale e specificamente il «divieto di incorporare le partecipazioni in titoli rappresentativi; nonché il divieto di «standardizzare» le partecipazioni in tante uguali frazioni del capitale sociale, di contenuto tendenzialmente uguale».

In termini parzialmente diversi A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Giuffrè, Milano, 2009, 208 che, sul presupposto dimostrato di un diritto particolare, pur sempre riferito al socio, che può, previa previsione statutaria, circolare unitamente alla quota del singolo, sostiene la tesi delle categorie di soci, ritenendo che l'atto costitutivo possa delineare una disciplina di classe per tutti in quotisti egualmente speciali, di modo che qualunque soggetto, ottenendo la quota da quella persona, acquisti anche i diritti particolari dei quali sia titolare, e che questi soci «speciali» siano organizzati alla stregua di consesso (...). Si noti, ancora, che i diritti particolari qui configurati spettano alla persona che ne è titolare *in quanto socio*, essendo inscindibili rispetto a questa posizione».

²⁸⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 325 e ss.

²⁸¹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 337.

singolo²⁸², anche ai fini di un'agevolazione nella misurazione di eventuali diritti speciali di carattere patrimoniale²⁸³.

In linea con le anzidette prospettazioni, la possibilità riconosciuta alle s.r.l., purché PMI, di derogare al noto principio di uguaglianza relativa, oltre che con i diritti particolari, anche tramite categorie di quote impone un abbandono del principio di unicità, almeno sotto il profilo della necessaria riferibilità di un'unica quota al singolo socio²⁸⁴. Il mantenimento, infatti, in capo al socio di un'unica quota sociale di contenuto eterogeneo potrebbe innanzitutto determinare problemi di misurazione che la titolarità distinta delle quote consente di superare agevolmente. La tesi, infatti, contraria a tale prospettiva sottolinea come il problema della misurazione possa essere abbattuto tramite un agevole conteggio mentale e, dunque, tenendo a mente le percentuali della complessiva quota sociale a cui corrispondono le frazioni speciali ed ordinarie²⁸⁵. Trattasi di un meccanismo eccessivamente farraginoso il

²⁸² M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 337.

²⁸³ A. BLANDINI, *op. ult. cit.*, 197 il quale sottolinea che se il socio titolare di una quota ordinaria acquista una successiva quota dotata di un diritto patrimoniale, allorché si opti per la tesi dell'unitarietà, e dunque si ritenga che l'acquisto determini un incremento della quota già posseduta, «vi può essere qualche complicazione soltanto in merito ai diritti particolari patrimoniali che non transitino per il voto».

²⁸⁴ Anche M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, cit., 403; ID., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, 832 secondo il quale «è chiaro che il principio di unitarietà rimane inoperante nei confronti di quote appartenenti a categorie diverse (...) in ragione della declinazione della diversità di classe su basi oggettive e non soggettive». Anche Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.N.6, *Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote*. P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., 406 che desume il superamento del principio sotto il profilo del divieto di titolarità plurima dalla disciplina sulla circolazione intermediata delle quote sociali, in particolare dal co. 2 bis, lett. c) dell'art. 100 *ter* t.u.f. (versione vigente nel 2020) «che nel fare riferimento all'alienazione delle «quote» da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente, pare alludere alla possibilità che un medesimo soggetto possa essere titolare di più partecipazioni». In senso contrario M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 560.

²⁸⁵ Così M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 559 che ritiene ben possibile che una singola quota possa venirsi a formare anche per effetto della riunione di quote con diritti diversi, dal momento che a fronte di una partecipazione dal contenuto eterogeneo si pone esclusivamente un problema di conteggio che può essere svolto indifferentemente «mantenendo memoria (eventualmente attraverso la stessa registro

quale, sulla base di esempi inerenti diritti speciali poco complessi²⁸⁶, potrebbe anche non risultare come tale ma che è destinato inevitabilmente ed inutilmente a complicarsi, là dove entrino in gioco diritti speciali di altro tipo, dando luogo, tra l'altro, alle stesse problematiche di conteggio che la dottrina aveva riscontrato proprio in relazione alla sopra menzionata «partecipazione speciale»²⁸⁷. Per cui, la pretesa di invocare tutt'ora il principio di unicità anche a fronte di eventuali difficoltà operative, nonostante la possibilità di una facilitazione nella misurazione dei diritti che, invece, il suo superamento comporta, sembrerebbe indicativa di un eccessivo ed ingiustificato attaccamento alla tradizione.

Inoltre, la stessa funzione dell'istituto induce ad abbracciare questa conclusione. Le categorie di quote sono destinate per loro stessa natura a circolare unitamente al diritto che in esse è oggettivizzato, sicché questa loro divergenza contenutistica deve risultare chiaramente, anche nel registro delle imprese, proprio in funzione della successiva alienazione autonoma delle singole partecipazioni²⁸⁸.

La conciliazione del tema delle categorie di quote con il principio di unicità, sotto il versante della titolarità delle partecipazioni, nei termini prospettati non comporta, diversamente da quanto è stato sostenuto, una moltiplicazione dei rapporti sociali ed una riferibilità del principio di unitarietà della quota rispetto a ciascuno di essi²⁸⁹. È stato, infatti,

nel registro delle imprese) in che modo quella unitaria partecipazione si sia formata), oppure *come se* quel socio fosse titolare di due diverse quote.» Ma allora perché non ammettere semplicemente la pluralità di due distinte quote?

²⁸⁶ M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 561 fa riferimento ad una quota speciale priva del diritto di voto rispetto alla quale effettivamente le misurazioni dei diritti sono agevoli.

²⁸⁷ Vedi la precedente nt. 283.

²⁸⁸ In questo senso M. CIAN, *“Unitarietà” e “disgregabilità” della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative, cit.*, 403.

²⁸⁹ Comitato notarile del Triveneto, *Orientamento I.N.6, Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote* ove si legge «il principio dell'unicità della quota di partecipazione in S.r.l. deriva dal divieto di suddividere le partecipazioni in azioni contenuto nel comma 1 dell'art. 2468 c.c. In presenza di un divieto di "emissione" di titoli, infatti, l'eventuale previsione contenuta nell'atto costitutivo di suddividere le partecipazioni in un numero predeterminato risulterebbe priva di significato (al pari di quello che accadrebbe se tale regola fosse contenuta in un atto costitutivo di società di persone). Deve anche considerarsi che gli artt. 2481-ter, comma 2, e 2482-quater c.c. dispongono che le riduzioni per perdite o gli aumenti gratuiti del capitale non possono comportare modifiche qualitative o quantitative delle

prospettato che l'emissione e la sottoscrizione o l'acquisto di diverse quote speciali, o di queste ultime unitamente ad una quota ordinaria imporrebbe di ritenere che il socio sia titolare di tante partecipazioni unitarie ed autonome quante sono le quote in suo possesso. Tra l'altro, la tesi presenta elementi di contraddittorietà, dal momento che la stessa invoca pur sempre il principio di unicità della quota sociale, negando una standardizzazione insita alla categoria²⁹⁰, ma al contempo ed incoerentemente supera il suo

partecipazioni e dei diritti dei soci, ciò neanche nel caso in cui avvengano per valori nominali indivisibili o incompatibili con una qualche unità di misura predeterminata. Le suddette disposizioni evidenziano, dunque, come nelle s.r.l. le partecipazioni siano unitarie e come le medesime debbano propriamente essere individuate con una frazione o con una percentuale e non con unità di misura predeterminata. La riforma operata con il D.L. n. 50/2017 ha introdotto per le S.r.l.-PMI la possibilità di creare categorie di quote e di offrirle al pubblico ma non ha derogato al divieto di suddividerle in azioni, si pone dunque il problema di conciliare il principio dell'unicità della partecipazione in S.r.l. con la possibilità di creare categorie di quote. Dirimente sul punto appare la considerazione che le singole categorie di quote non sono capaci di confondersi tra loro in un'unica posizione partecipativa, in quanto ciascuna di esse attribuisce diritti ed obblighi propri che nel loro complesso non possono essere uguali a quelli di nessuna altra categoria di quote, pena l'inesistenza della categoria stessa. All'interno delle categorie, invece, non ricorre alcuna esigenza di distinzione. Nelle S.r.l.-PMI appare dunque possibile suddividere le quote di partecipazione in categorie ma non anche suddividere queste ultime in unità predeterminate e vincolanti. A quanto sopra consegue che qualora un socio sia titolare di quote di diverse categorie, le stesse non costituiranno un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie possedute, partecipazioni unitarie che in caso di successive cessioni o acquisti non si modificheranno nel loro numero ma solo nella loro percentuale.» C.A. BUSI, *La nuova s.r.l. PMI alla luce dei recenti orientamenti notarili*, cit., 15 condivide la citata massina ritenendo concetto di unitarietà vada ridefinito e riferito alle singole categorie di quote. Da tale premessa l'autore desume le seguenti implicazioni: *i)* restando distinte le diverse categorie, la disciplina legale della mora si applica in maniera distinta per ciascuna di esse; *ii)* il socio titolare di partecipazioni di più categorie può esercitare il voto in maniera diversa per ciascuna categoria di cui è titolare; *iii)* la legittimità di clausole limitative della circolazione delle partecipazioni che riguardino solo alcune categorie; *iv)* l'ammissibilità del recesso con riferimento a una sola delle categorie di quote. Di questo avviso sembra anche essere S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 221 che ricollega la possibilità per il socio di disporre ed esercitare in modo disgiunto i suoi diritti alla titolarità di quote appartenenti a diverse categorie.

²⁹⁰ Comitato notarile del Triveneto, *Orientamento I.N.6, Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote* «Nelle S.r.l.-PMI appare dunque possibile suddividere le quote di partecipazione in categorie ma non anche suddividere queste ultime in unità predeterminate e vincolanti. A quanto sopra consegue che qualora

corollario principale del divieto di titolarità plurime delle quote. Al di là di ciò, della riferita opinione colpisce il riferimento all'autonomia delle singole quote, di cui il socio acquista la titolarità separata, autonomia giustificata dalla diversità qualitativa delle stesse e tale da consentirne anche un trattamento diversificato, al pari di quanto tradizionalmente avviene per le azioni sociali²⁹¹. In realtà, condividendo le opinioni di un autorevole studioso, «il rapporto sociale è una creazione che esiste esclusivamente nella dimensione concettuale, la sua costruzione e le forme della sua declinazione non dipendono da altro che dalle scelte operate in questa dimensione, non profilandosi alcun condizionamento di carattere materiale»²⁹².

4.2 Categorie di quote: standardizzazione qualitativa o anche quantitativa?

È necessario, a questo punto, analizzare come l'istituto della categoria si atteggi rispetto al derivato del principio di unicità della quota sociale del divieto di standardizzazione del capitale sociale, verificando se in sostanza le categorie di quote reclinano con sé, oltre ad un'uguaglianza dei diritti insiti nelle quote speciali, anche un'uguaglianza valoriale delle stesse.

È unanimemente condiviso che l'istituto della categoria si identifichi principalmente per la diversità dei diritti insiti nelle partecipazioni sociali, tale da determinare un indissolubile legame tra posizione giuridica diversificata e parte sociale, destinato a resistere al cospetto di qualsiasi vicenda. L'uguaglianza dei diritti attribuiti dalla categoria costituisce il contrappeso legislativamente imposto nella s.p.a. alla riconosciuta possibilità di derogare alla fondamentale disposizione dell'uguaglianza contenutistica di tutte le partecipazioni azionarie. La regola «tutte le azioni conferiscono uguali diritti» in tanto è derogabile in quanto quell'uguaglianza sia poi ripristinata nel contesto delle singole classi di partecipazioni divergenti.

un socio sia titolare di quote di diverse categorie, le stesse non costituiranno un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie possedute, partecipazioni unitarie che in caso di successive cessioni o acquisti non si modificheranno nel loro numero ma solo nella loro percentuale.»

²⁹¹ Vedi l'Orientamento I.N.7, I.N.8 e I.N.9 del Comitato notarile del Triveneto.

²⁹² M. CIAN, *op. ult. cit.*, 404.

Il richiamo che l'art. 26 del d.l. n. 179/2012²⁹³ fa al concetto di «categorie di quote fornite di diritti diversi» impone di considerare detto istituto almeno in queste sue accezioni minime ed imprescindibili di uguaglianza dei diritti sociali e di incorporazione degli stessi nelle quote di categoria. Se può, infatti, discutersi in merito all'applicazione analogica della disciplina che le categorie ricevono in ambito azionario²⁹⁴, risulta, invece, indubbio che il legislatore abbia inteso rendere operante nella s.r.l. PMI l'istituto della categoria di partecipazioni secondo la definizione ricavata in via interpretativa dalla dottrina relativamente all'analogo modello presente nella s.p.a.²⁹⁵

²⁹³ Il riferimento è ai commi secondo e terzo, qui di seguito riportati: «2. L'atto costitutivo della PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del Codice civile. 3. L'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga all'articolo 2479, quinto comma, del Codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.»

²⁹⁴ P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., 1468; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 248; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 209; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema.*, cit., 833; secondo i quali la creazione di categorie di quote richiama l'applicazione della disciplina di classe prevista dall'art. 2376. Nel senso che la disciplina di classe prevista per le azioni speciali non si applicherebbe analogicamente alle categorie di quote, ma dovrebbe eventualmente essere oggetto di richiamo in sede statutaria, G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte. «senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile»*, cit., 115; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 558 nt. 346. Quest'ultimo autore, in particolare, ritiene che nel silenzio dell'atto costitutivo dovrebbe applicarsi il regime di cui all'art. 2468, comma 4 c.c., ammesso che le categorie di quote sono dalla legge dichiarate alternative rispetto alle quote connotate da diritti particolari, anche sottolineando che la disciplina delle assemblee speciali, piuttosto che carattere essenziali delle categorie, è frutto di una positiva scelta legislativa, rintracciabile nella s.p.a. ma non nella s.r.l. In quest'ultimo senso anche O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 242.

²⁹⁵ Tra l'altro, la stessa Relazione di accompagnamento al Decreto crescita *bis* dispone in relazione al citato articolo 26 che «i commi 2 e 3 estendono anche alle imprese start-up innovative costituite in forma di S.r.l., istituti previsti dalla disciplina delle S.p.A., in particolare la libera determinazione dei diritti attribuiti ai soci, attraverso la

Tra i contenuti definitori della categoria di partecipazioni alcuni autori vi rinvengono, oltre quelli già citati, anche quello della standardizzazione delle singole parti sociali e della necessaria serialità delle stesse.

Diversi sono gli autori²⁹⁶ che ritengono che la categoria si componga imprescindibilmente di plurime unità omogenee anche dal punto di vista valoriale. Anzi, alle volte tale considerazione risulta talmente scontata da non meritare alcuna parola di giustificazione²⁹⁷. Può, anzi, senz'altro, ritenersi che la standardizzazione delle partecipazioni di categoria nella società per azioni sia questione assodata e come tale mai analizzata o giustificata dalla dottrina nell'analisi dell'analogo istituto delle azioni di categoria. Il motivo può agevolmente intuirsi: nella s.p.a. la

creazione di categorie di quote anche prive di diritti di voto o con diritti di voto non proporzionali alla partecipazione.»

²⁹⁶ M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata*, cit., 596 secondo i quali «la "creazione" di categorie di quote implica necessariamente l'articolazione del rapporto sociale in unità omogenee di partecipazione (qui dette quote unitarie)»; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., 1459; ID., voce *Start-up e PMI Innovative*, cit., 485; A. CETRA, *La s.r.l. PMI: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 815, il quale ritiene che la standardizzazione sia il presupposto imprescindibile per la creazione di categorie di quote ed è inoltre necessaria ai fini di un'offerta al pubblico delle quote sociali; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, Milano, Utet giuridica, 2022, t. III, 238 la quale ritiene necessario attribuire alle quote che compongono la categoria uguale valore nominale, atteso che l'uguaglianza di valore garantisce un'uguaglianza di diritti sociali. ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 L'impresa start-up innovativa*, cit., 529 concepisce le categorie di quote come idonee ad attribuire alla quota esclusivamente la configurazione di una frazione unitaria minima, che contempla una certa misura di diritti e doveri rispetto alla partecipazione come posizione complessiva di un socio rispetto alla società e agli altri soci.

²⁹⁷ E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287 e ss.; C. SARACINO, *Categorie di quote e particolari diritti. La proprietà della quota*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 354; E. FREGONARA, O. CAGNASSO, *Società innovative oggi e domani*, in *Giur. it.* 2021, 2007 e ss.; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto*, cit., 353; O. CAGNASSO, *La lunga marcia di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425; ID., *La s.r.l. «aperta»*, cit., 240. Quest'ultimo autore si sofferma tra l'altro sul divieto di rappresentazione delle quote in azioni, ritenendo che, nella sua interpretazione di divieto di standardizzazione delle quote sociali, non valga più per le s.r.l. PMI.

regola che impone l'uguaglianza di valore nominale delle partecipazioni ha carattere inderogabile e vale tanto per le azioni ordinarie quanto per quelle di categoria. Il rilievo che l'uguaglianza valoriale sia imposta sia rispetto alle une che alle altre dimostra come questo carattere delle partecipazioni azionarie, a cui si collegano gli ulteriori tratti dell'indivisibilità e dell'autonomia, si riconnetta proprio all'azione in sé e per sé, piuttosto che alla categoria dalla prima costituita. Come già rivelato in precedenza²⁹⁸, è la tecnica organizzativa azionaria per come congegnata e per come funzionalizzata ad imporre senza eccezioni che l'azione sia sempre uguale a sé stessa dal punto di vista valoriale²⁹⁹. Per quanto affermato, il collegamento, effettuato da parte della dottrina, dell'omogeneità di valori alla categoria equivale ad un equivoco, probabilmente alimentato dalla naturale propensione ad associare quest'ultimo istituto alla partecipazione nella s.p.a.

Si aderisce, pertanto, all'opinione secondo la quale le categorie di quote possono configurarsi attribuendo diritti speciali ad una predeterminata aliquota del capitale sociale, senza la necessità che quest'ultima sia suddivisa in standardizzate, fungibili ed indivisibili porzioni, la cui misura sarà, invece, rimessa alle sottoscrizioni di volta in volta effettuate dai soci, nonché alle vicende relative al loro trasferimento anche frazionato³⁰⁰. Dette porzioni verranno a costituire una categoria di

²⁹⁸ V. al paragrafo 2 del presente Capitolo.

²⁹⁹ M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 556 che osserva che «il carattere di uniformità quantitativa che si riscontra nell'omologo modello della "categoria di azioni" si riveli piuttosto come un predicato delle azioni stesse (... e non già della nozione di "categoria" in sé e per sé considerata»

³⁰⁰ Determinati autori ritengono possibile sia standardizzazione le partecipazioni componenti la categoria sia prevedere quote di categoria con valori nominali diversi. In questo senso M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema.*, cit., 832; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n.171*, cit.; S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, cit., 123; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 190; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, cit., 848; M. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote di s.r.l. PMI*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1491 Secondo questi autori nulla impedirebbe all'atto costitutivo di precostruire l'aliquota di capitale espressa dalle quote e assegnare alle stesse un'entità diversa, lasciando che il loro numero e dimensione cambino in ragione delle vicende circolatorie successive, fermo restando la possibilità di procedere anche ad una loro standardizzazione, sicché la scelta sarebbe rimessa all'autonomia statutaria.

partecipazioni sociali, anche se potenzialmente tutte di diverso ammontare, caratterizzate ad ogni modo da un'uguaglianza dei diritti diversi, al pari dell'uguaglianza riscontrabile rispetto alle partecipazioni ordinarie. Infatti, diversamente da quanto sostenuto, l'uguaglianza dei diritti non presuppone e non impone un'uguaglianza dei valori nominali delle singole partecipazioni³⁰¹. L'anzidetta affermazione è, infatti, condivisibile nei limiti in cui si consideri un'uguaglianza in astratto ed assoluta ma, com'è risaputo, nei tipi capitalistici la regola dell'uguaglianza va declinata in concreto ed in senso relativo, traducendosi in una regola di proporzionalità³⁰², sicchè può sicuramente ritenersi che una quota speciale pari al tre per cento del capitale sociale attribuisca gli stessi diritti discendenti da tre quote dotate di uguali diritti diversi e corrispondenti ognuna all'uno per cento del capitale.

L'adesione all'indicato indirizzo consente di ritenere possibile nel contesto della s.r.l. PMI anche la creazione di categorie mono-quota³⁰³. Anzi, può legittimamente dirsi che l'assenza di una preventiva ed astratta standardizzazione delle partecipazioni rende ben possibile ipotizzare che la quota di categoria sia unica nella misura in cui unico ne sia il sottoscrittore, oppure nella misura in cui le plurime e diversificate porzioni sottoscritte da più soggetti confluiscono, a seguito di vicende di trasferimento ed acquisto, in un'unica mano. Le obiezioni³⁰⁴ tradizionalmente avanzate avverso la categoria mono-azionaria non sono, infatti, spendibili in un contesto normativo in cui non si impone l'adozione

Altri autori, invece, continuano ad affermare la valenza imperativa dei principi di unicità ed unitarietà della quota ritenendo che non sia possibile la standardizzazione delle quote componenti la categoria. D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, Quaderno giuridico Consob, 2022, 44; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 717; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 548, ritenendo in sostanza che il concetto di categoria implichi un'uguaglianza solo nei diritti e non nei valori delle quote. Anche G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 520 nt. 260, 543 nt. 36 e 42.

³⁰¹ A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 238.

³⁰² F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, cit., 2 e ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 181 e ss.

³⁰³ Parimenti M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., 832; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 557; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 191. *Contra* con specifico riguardo alla categoria mono-quota A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 252.

³⁰⁴ Esse sono state precisate in precedenza. Si rimanda alla nt. 258.

di unità di misura della partecipazione sociale, qual è l'azione. Anzi, da questo punto di vista la mono-categoria risulta perfettamente coerente con i tratti tradizionali di unicità ed unitarietà della quota sociale. Inoltre, la circostanza preclusiva nella s.p.a. dell'infungibilità della categoria costituita da una sola partecipazione, tale da ostacolare la formazione di un mercato intorno ad essa, non è dirimente nell'ottica di una s.r.l. PMI che non intenda aprirsi al mercato dei capitali. Resta, infatti, indubitabile l'assenza di un collegamento normativo tra l'accesso ai portali di *crowdfunding* e la creazione di categorie di quote³⁰⁵. Questa conclusione, inoltre, non stride con la naturale e consueta pluralità delle parti che compongono la categoria, oltre che con la necessaria uguaglianza qualitativa delle stesse, che qui non si intende negare. Infatti, quand'anche l'istituto, come la sua semantica testimonia, evochi di regola un insieme di parti rispetto alle quali vagliare l'eguaglianza qualitativa, il suo elemento caratterizzante è dato dalla diversità dei diritti che sono in questo insieme oggettivizzati, diversità riscontrabile anche in una sola quota che, tra l'altro, può ben essere uguale a sé stessa, senza la necessità di rispecchiarsi in una sua consimile³⁰⁶.

³⁰⁵ S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 190; C. SARACINO, *Categorie di quote e particolari diritti. La comproprietà della quota*, cit., 353; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., 350 che sottolinea come l'utilità delle quote senza diritto di voto, strutturabili sottoforma di categorie o partecipazioni speciali o quote con diritto particolare, possa apprezzarsi «anche (e a volte di più) nelle società con compagine sociale ristretta o familiare, in quanto attraverso queste partecipazioni la società può ampliare il finanziamento all'impresa (pur senza dover ricorrere all'offerta al pubblico)». In quest'ultimo senso anche C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella S.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2017, 233 e ss il quale sottolinea come l'istituto sia funzionale alla all'attribuzione ai soci di posizioni differenziate, in grado di essere tramandate ai successori mediante il trasferimento delle partecipazioni. Anche O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, Relazione al IX Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale" su "Problemi attuali della proprietà nel diritto commerciale" Roma, 23 - 24 febbraio 2018.

³⁰⁶ In senso contrario e sempre con riferimento alla categoria costituita da un'unica quota A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 252 la quale osserva che il concetto di categoria è doppiamente relativo, nel senso che richiede un termine di paragone interno ed esterno, e cioè che i diritti diversi siano uguali tra loro ed anche diversi rispetto agli altri. Da ciò, l'autrice ritiene che in caso di mono-categoria i diritti perderebbero il primo termine di paragone, cioè non sarebbero uguali ad altri.

4.2.1 Le opportunità di una possibile standardizzazione quantitativa delle quote di categoria

Sgombrato il campo dall'opinione secondo cui l'istituto delle categorie «implica necessariamente l'articolazione del rapporto sociale in unità omogenee di partecipazione»³⁰⁷, occorre esaminare però se una standardizzazione del capitale sociale sia comunque possibile ed opportuna nell'ottica di una s.r.l. PMI che intenda, invece, concedersi ai mercati.

A tale riguardo occorre muovere dall'incontestato assunto, desumibile dalla lettura dell'art. 26 del Decreto crescita *bis*, secondo cui l'offerta al pubblico delle quote di partecipazione non è circoscritta alle sole quote di categoria, ben potendo riguardare anche quote "tradizionali"³⁰⁸. Questa asserzione, però, non smentisce l'opportunità che le quote speciali, quand'anche non costituiscano l'oggetto esclusivo dell'offerta tramite i portali, siano conformate in modo tale da garantire la miglior riuscita possibile di quell'offerta in punto di investimenti raccolti e siano, dunque, standardizzate. Prescindendo da indici testuali³⁰⁹, il superamento

³⁰⁷ M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata*, cit., 596.

³⁰⁸ M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 544 e ss.; P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., 416; O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 240; M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1266 ove afferma che «Il collocamento tramite portali, tuttavia, non implica necessariamente né l'introduzione di quote di categoria (cioè dotate di diritti diversi), né la loro standardizzazione, potendosi senz'altro sollecitare la sottoscrizione di partecipazioni identiche a quelle dei soci "fondatori" e di entità variabile a seconda dell'investimento effettuato da ciascun aderente». Anche A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Giappichelli, Torino, 2020, 169.

³⁰⁹ In questo senso, invece, P. BENAZZO, voce *Start-up e PMI Innovative*, cit., 485 il processo di oggettivizzazione e di standardizzazione assolute delle quote di partecipazione sociale sarebbe secondo l'a. suggerito dalla lettera della norma, «là ove viene a dividersi in due parti ideali (unite dalla congiunzione «e»), l'una (la seconda) volta a consentire la deroga alla regola dei diritti particolari personali e la creazione di diritti particolari reali (sia pur nel rispetto dei limiti imposti dalla legge: si pensi, ad esempio, al divieto di patto leonino); l'altra (la prima) volta invece a derogare al divieto di rappresentazione tramite azioni e consentire così la creazione di partecipazioni oggettivizzate e standardizzate». CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n.171 del*

dell'ulteriore derivato dell'unicità della quota sociale sembra suggerito dalla stessa *ratio* tradizionalmente attribuita all'analogo modello delle categorie di azioni, nonché della funzione tipicamente finanziaria – prima sottolineata - della standardizzazione delle partecipazioni azionarie. Detto istituto, infatti, è stato pensato ed introdotto per sostenere le aspirazioni finanziarie della s.p.a., dotando la stessa di diversificati mezzi di investimento di risparmio anonimo in grado, proprio per la loro diversità contenutistica, di individuare ed attrarre il maggior numero possibile di investitori³¹⁰. Stante l'anzidetta motivazione sottesa alle categorie di partecipazioni, risulta ragionevole considerare questo istituto come funzionalmente collegato all'ulteriore deroga introdotta dall'art. 26 del d.l. n. 179/2012 al divieto di offerta al pubblico delle quote sociali e, dunque, declinarne il contenuto secondo modalità consone all'apertura ai mercati. Infatti, nessun interesse contrario sembrerebbe invocabile per negare all'autonomia statutaria, in vista di un'offerta al pubblico di quote di categoria, di configurare in via generale ed astratta una pluralità di quote eguali ed indivisibili da destinare ad una potenziale classe di sconosciuti soci investitori, ricorrendo dunque alla tecnica tipicamente azionaria di spersonalizzazione e di divisione del capitale sociale³¹¹. Per quanto,

27 Novembre 2018, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; 2348 c.c.)* ove in motivazione viene valorizzata la terminologia utilizzata dal legislatore, che nell'art. 26, comma 2, d.l. 179/2012 riproduce quasi testualmente il dettato dell'art. 2348 c.c. in tema di categorie di azioni, richiamando così le nozioni giuridiche che caratterizzano tale istituto.

³¹⁰ In questo senso E. GINEVRA, *La partecipazione sociale*, in *Diritto delle società*, III, Giappichelli, Torino, 2020 a cura di M. Cian, 318; G. FERRI JR., *Autonomia statutaria e mercato*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, 919.

³¹¹ In questo senso A. CETRA, *La s.r.l. PMI: disciplina legale e autonomia statutaria*, cit., 819 secondo il quale la standardizzazione delle categorie di quote è precipuamente orientata a rendere «le partecipazioni *seriali*, e quindi suscettibili di essere distribuite anche nell'ambito di un'offerta al pubblico di prodotti finanziari... attraverso i portali per la raccolta di capitali». Anche M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, 832; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 190; M. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote di s.r.l. PMI*, cit., 1491; S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, cit., 123; M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, cit., 596; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte. «senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile»*, cit., 118; E. MORINO, *Le quote di P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Dalle start-up alle P.M.I.*

dunque, l'uguaglianza di valore nominale delle quote non sia insita nel concetto di categoria, la stessa risulta altamente opportuna, come sarà nel prosieguo sottolineato, in relazione alla deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote sociali, previsto oggi giorno per tutte le s.r.l. Questa conclusione è definitivamente suffragata dal c.d. Legge "Capitali", ove, non a caso, si prevede la possibilità di accedere al regime di dematerializzazione, anche in alternativa alle modalità circolatorie indicate all'art. 100 *ter* t.u.f. per le quote offerte sui portali, proprio in relazione ed esclusivamente alle quote di categoria che presentano uguale valore nominale ed uguali diritti. Quest'ultima novità normativa obbligherà, dunque, all'adozione della standardizzazione per l'accesso alla dematerializzazione, standardizzazione che resta opportuna anche là dove si opti per il regime di circolazione intermediata delle quote.

D'altro canto, una s.r.l. PMI che, di converso, intenda preservare la riservatezza dell'affare sociale e della sua compagine ben potrà decidere di oggettivizzare i diritti speciali nelle quote sociali tramite categorie di partecipazioni, la cui emissione non è per legge legata alla promozione di un'offerta pubblica sui portali. In questo caso, l'autonomia statutaria, giacché non sussiste l'esigenza di rendere le quote fungibili in vista di una loro negoziazione sui mercati, potrà rimetterne la misura alle successive vicende di divisione ed acquisto delle singole quote. Anzi, proprio nell'ottica della chiusura sociale la categoria di quote potrebbe rappresentare un'utile alternativa al modello di creazione dottrinale della «partecipazione speciale», assicurando di salvaguardare, diversamente da quest'ultimo istituto, la naturale destinazione dei diritti particolari alla

innovative: l'evoluzione del quadro normativo, cit., 343 che ritengono ben possibile standardizzare le quote di categoria in ragione della destinabilità ai mercati delle stesse. *Contra* M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit., 556* il quale ritiene che la standardizzazione non sia neanche imposta dall'offerta al pubblico delle quote, facendo presente i risultati di un'analisi empirica dei mercati di raccolta del capitale delle PMI da cui risulta che l'offerta di nuove quote tramite portali venga declinata anziché per numero di quote offerte in termini di complessiva percentuale di capitale oggetto dell'offerta determinata in rapporto al denaro. A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 717 sottolinea che la standardizzazione non sarebbe necessaria neanche in vista dell'offerta al pubblico delle quote «perché ciò che viene sollecitato presso il pubblico sarebbe l'investimento in capitale di rischio e conseguentemente la quota emessa corrisponderà – salva diversa previsione statutaria – al conferimento effettuato».

persona del socio e non imponere una forzata oggettivizzazione nella quota sociale³¹².

Si prospetta, dunque, in relazione alle modalità di emissione delle categorie di quote una soluzione differenziata a seconda del carattere chiuso, o potenzialmente aperto, o effettivamente aperto della s.r.l. e che, dunque, si modula diversamente in ragione delle esigenze di volta in volta avvertite dalla compagine dei soci. Resta fermo che, a prescindere dall'apertura o meno ai mercati della società, il principio di unicità sotto il profilo del suo derivato del divieto di titolarità plurima è oramai da ritenersi superato là dove il socio risulti titolare al contempo di quote ordinarie e speciali. Come poi sarà messo a fuoco, è ben possibile anche rispetto alla s.r.l. chiusa l'introduzione di una previsione statutaria che conduca alla standardizzazione delle partecipazioni sociali, sia se ordinarie sia se di categoria, e ciò in considerazione dei plurimi vantaggi che sono connessi all'anzidetta previsione.

5. L'offerta al pubblico di quote di s.r.l. sui mercati primari

³¹²È innegabile che l'istituto della partecipazione «speciale» è stato pensato ed elaborato in dottrina per sopperire all'impossibilità nella s.r.l. di introdurre categorie di quote. Ora che a tale tipo sociale è consentito di emettere le categorie, a prescindere dall'apertura ai mercati, si ritiene preferibile optare per tale istituto al fine di attribuire diritti diversi che possono circolare unitamente alla quota sociale. Contrario C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella S.r.l.*, cit., 239 secondo il quale «ha ancora un senso distinguere tra le "categorie" di quote delle p.m.i. e le partecipazioni "speciali" di s.r.l. comune, anche perché alcune realtà produttive a conduzione familiare non rientrano nei parametri per essere qualificate imprese di dimensioni medio-piccole e, di conseguenza, sono estranee alla sfera di operatività della nuova disciplina.» Anche per le s.r.l. PMI, secondo l'autore, può essere utile il ricorso ad entrambe le tecniche di diversificazione dei diritti sociali. Egli, infatti, afferma che «è ipotizzabile che nelle s.r.l. qualificate come p.m.i. possano essere emesse sia categorie di quote, anche in funzione di finanziamento dell'impresa, che partecipazioni "speciali", al fine di introdurre una stabile e duratura diversificazione delle posizioni dei componenti dei diversi nuclei familiari.»

L'art. 100 *ter* t.u.f., novellato di recente dal d.lgs. n. 30/2023³¹³, statuisce che in deroga all'art. 2468, primo comma, c.c.³¹⁴ le quote di partecipazione³¹⁵ in tutte le società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*³¹⁶, nei limiti previsti dal

³¹³ Funzionale ad adeguare la disciplina nazionale al Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

³¹⁴ La relazione ufficiale della Consob di accompagnamento al nuovo Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding* precisa che «la deroga dell'articolo 2468 del Codice civile per le quote di srl oggetto di offerte di *crowdfunding*, disposta dall'articolo 100-*ter*, comma 1, del TUF, è strumentale alla loro inclusione nella definizione di "strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*", di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera n) del Regolamento (UE) 2020/1503.»

³¹⁵ Le offerte al pubblico possono riguardare, oltre che prodotti di *equity*, anche obbligazioni e titoli di debito. Nonostante, infatti, l'abrogazione per mezzo del d.lgs. n. 30 del 2023 del comma 1 *ter* dell'art. 100 *ter* t.u.f., il Regolamento (UE) 2020/1503 prevede che le offerte tramite i portali riguardino anche i valori mobiliari, definiti all'art. 2, comma 1 lett. n) richiamando l'art. 4, paragrafo 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE (Mifid II) che include espressamente obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli. Su questo punto il Regolamento Consob in materia di servizi di *crowdfunding* del 2023 agli artt. 12 e 13 stabilisce che in relazione a ciascuna offerta di *crowdfunding* il fornitore autorizzato, oltre alle informazioni richieste dal regolamento (UE) 2020/1503, deve pubblicare per ciascuna offerta di obbligazioni o titoli di debito l'indicazione delle modalità di rispetto dei limiti posti dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile, nonché verificare che lo statuto o l'atto costitutivo delle società oggetto di una offerta di *crowdfunding* preveda, in caso di offerte aventi ad oggetto titoli di debito emessi da una società a responsabilità limitata, la possibilità di emettere titoli di debito. In ragione di ciò, il legislatore italiano non ha avvertito l'esigenza di disciplinare il fenomeno in esame rispetto a tali strumenti finanziari e così è a dirsi relativamente alle azioni di s.p.a. le quali potranno senz'altro costituire oggetto di un'offerta al pubblico tramite le piattaforme di *crowdfunding*, ammessa la loro riconduzione ai valori mobiliari.

³¹⁶ Com'è risaputo, il *crowdfunding* è una modalità che consente tramite l'uso di internet la raccolta di capitali per le finalità più disparate. In particolare, tale tecnica di raccolta di capitali, caratterizzata dall'assenza di intermediatori tradizionali facendo uso per l'appunto di un portale per il contatto tra gli investitori e chi l'investimento ha sollecitato, è tradizionalmente distinta in i) *donation crowdfunding*, consiste nel conferimento di fondi privi di uno scopo di remunerazione e il cui versamento è animato dal perseguimento di finalità filantropiche; ii) *reward crowdfunding*, ove colui che fa appello al pubblico prometta una sorta di ricompensa o prestazione dalla realizzazione del progetto. Con riguardo al finanziamento di progetti imprenditoriali, si usa distinguere tra iii) *equity crowdfunding*, ove l'offerta ha ad oggetto; iv) *lending-*

regolamento (UE) 2020/1503. È, dunque, dato normativo incontestabile che, a differenza del passato, le quote di s.r.l. possono essere offerte ai mercati e che l'offerta possa riguardare le partecipazioni anche in società "grandi". Vanno esaminate, però, le caratteristiche di questo mercato per verificare se e come l'accesso allo stesso imponga una determinata conformazione del prodotto offerto, considerando che alla luce della riscrittura dell'art. 100 *ter* t.u.f. potrebbe, forse, trattarsi dell'unica modalità di lancio di un'offerta di prodotti finanziari, della *species* delle partecipazioni sociali, per la s.r.l.

based crowdfunding, la raccolta di fondi è finalizzata alla concessione di prestiti. Sul fenomeno dell'*equity-crowdfunding* la letteratura è oramai molto vasta. Si rimanda a G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in AGE, 2013, 215 v. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *Il Testo Unico Finanziario. Mercati ed emittenti*, a cura di Cera-Presti, Zanichelli, Torino, 2020, 2325 ss. A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Rivista ODC*, 2014, 2 ss.; G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, cit., 69 e ss.; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, 28; N. DE LUCA, S. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity Crowdfunding*, in *Digesto IV ed.*, Utet, Torino 2017, 159 ss.; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., 847; E. FREGONARA, *L'equity-based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., 2287; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, cit., 848; M. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 e ss. Il crowdfunding è fenomeno che trova disciplina, a livello europeo, nel Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese e, a livello della disciplina nazionale, quanto alle fonti primarie all'art. 100 *ter* t.u.f. e quanto a quelle secondarie al Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, adottato con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023 in attuazione del Regolamento (UE) 2020/2503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese e degli articoli 4-sexies.1 e 100-ter del tuf e con cui è stata disposta l'abrogazione del precedente Regolamento. Prima del Regolamento europeo e dell'adozione del nuovo regolamento Consob del 2023 l'ambito di applicazione della disciplina era limitato alle offerte, tramite portali, di strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese, imprese sociali e organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, riservate a particolari categorie di investitori. Il Regolamento europeo citato opera anzitutto un'importante estensione della regolamentazione del fenomeno, includendo sia il c.d. *lending-based crowdfunding* sia il c.d. *equity-based crowdfunding*, dando luogo alla necessità di revisionare la disciplina interna, effetto perseguito tramite il d.lgs. n. 30/2023 sopra citato ed il nuovo Regolamento secondario.

Infatti, il mantenimento dell'avverbio "anche" al comma 1, tale per cui l'invito alla sottoscrizione di quote sociali rivolto al pubblico può avvenire anche per il tramite dei canali tradizionali, stride con il richiamo esplicito ai limiti stabiliti dalla regolamentazione europea sul *crowdfunding*, la quale ha ovviamente riguardo esclusivamente alle offerte canalizzate su dette piattaforme³¹⁷. Questa antinomia riscontrabile al primo comma dell'art. 100 *ter* ha indotto una parte della dottrina a ritenere, con maggiore forza rispetto al passato³¹⁸, che l'apertura della s.r.l. ai mercati sia in realtà circoscritta al solo canale tecnologico di recente emersione³¹⁹. Nondimeno, un'interpretazione correttiva della disposizione potrebbe essere nel senso di ritenere che le offerte condotte al di fuori dei portali, là dove riguardanti le quote di s.r.l., dovrebbero sottostare, al pari di quelle effettuate tramite i portali, al limite di cinque milioni di euro stabilito nel Regolamento europeo³²⁰. Ne deriverebbe che l'offerta tramite canali tradizionali di quote di s.r.l. contenuta entro gli anzidetti limiti sarebbe comunque soggetta alle esenzioni dagli obblighi di prospetto informativo, quali previste tanto dal Regolamento Prospetto, relativamente alle offerte concernente titoli, quanto dal t.u.f. e Regolamento Emittenti, riguardo alle offerte concernenti prodotti diversi dai titoli, applicabili a seconda che le quote siano o meno qualificabili come valori mobiliari³²¹; ovvero, se esorbitante i citati limiti,

³¹⁷ Espressamente, l'art. 100 *ter*, primo comma t.u.f. dispone «In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del Codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503.»

³¹⁸ M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle «varianti organizzative» delle s.r.l.*, in ODCC, 2019, 261.

³¹⁹ In questo senso P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria della S.r.l. e raccolta di capitali online*, in *Le Società*, 3, 2024, 303 e ss.

³²⁰ Questa è l'opinione di F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni*, in *Rivista ODC*, 2023, 894 e ss..

³²¹ Intervenendo sulla normativa di cui agli artt. 93 *bis* e ss. t.u.f., l'art. 3 del d.lgs. n. 17/2021 ha operato una distinzione a seconda che l'offerta abbia ad oggetto «titoli» (art. 94), oppure «strumenti finanziari diversi dai titoli e dalle quote o azioni di Oicr aperti (art. 94 *bis*)», stabilendo in particolare che l'offerta di titoli è disciplinata, oltre che dalle disposizioni del t.u.f., anche dal Regolamento prospetto, intendendosi per tale, ai sensi dell'art. 93 *bis*, lett. a) t.u.f. il Regolamento (UE) 2017/1129. In ragione di quanto premesso, là dove le quote di s.r.l. fossero ricondotte ai valori mobiliari (a cui corrispondono i titoli ai sensi dell'art. 3, par. 2 del Regolamento 2017/1129), troverà applicazione l'esenzione dall'obbligo di prospetto contemplata in detto Regolamento all'art. 1, par. 3; se, invece, la quota non viene ricondotta a detta categoria, la relativa

essa sarebbe inammissibile, differentemente da quanto ritenuto al cospetto della normativa previgente e dei limiti ivi richiamati³²², il superamento dei quali si riteneva che comportasse l'applicazione delle regole generali di cui agli artt. 93-*bis* e ss. t.u.f. in tema di offerta di prodotti finanziari³²³. Risulta, per vero, preferibile dissentire dalle citate interpretazioni del nuovo 1° comma dell'art. 100-*ter* e ritenere che il riferimento esclusivo ai limiti del Regolamento (UE) 2020/15003 sia il frutto di una svista legislativa e vada riferito alle sole offerte di quote effettuate sui portali, fermo restando che il mercato di primario collocamento di queste ultime non è circoscritto alle sole piattaforme di *crowdfunding*. In questo specifico caso, cioè di quote offerte su altri mercati primari, troverà applicazione la disciplina sulle offerte al pubblico di cui al t.u.f. e al Regolamento (UE) 2017/1129, al pari di quanto ritenuto in passato.

5.1. L'offerta al pubblico di quote e la loro possibile standardizzazione

Avendo specifico riguardo all'offerta tramite portali, la quale, comunque, rappresenta l'unica (benché, si ripete, non esclusiva) fattispecie positivamente disciplinata di offerta al pubblico di quote di s.r.l., è pacifico che costituisca un'ipotesi di sollecitazione del risparmio anonimo "speciale", destinataria di un'apposita normativa europea e nazionale ed espressamente esentata dalle regole generali in tema di offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita di cui agli artt. 93 *bis* e ss. del t.u.f.³²⁴;

offerta soggiacerà all'esenzione stabilita dal t.u.f. all'art. 100 che, a sua volta, rinvia all'art. 34 *ter* del reg. emittenti.

³²² L'art. 100 *ter*, nella precedente formulazione, faceva riferimento al comma 1-*bis* ai «limiti previsti dal presente decreto».

³²³ A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, cit., F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 185; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, cit., 855; S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, 572 ritenevano che «i limiti previsti dal presente decreto» di cui al previgente art. 100 *ter* dovessero essere circoscritti alle sole offerte effettuate sui portali *online*, ritenendo di converso che un'offerta sui canali tradizionali non soggiacesse ad alcun limite quantitativo, fermo restando l'applicazione delle regole generali ex art. 93 *bis* t.u.f. allorché l'offerta superasse il limite di 8.000.000 di euro, oltre il quale si impone la redazione del prospetto informativo.

³²⁴ Nella nuova formulazione l'art. 100 *ter*, comma dieci t.u.f., dispone che «salvo quanto previsto dal presente articolo, le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte di crowdfunding».

parimenti, è pacifico che i portali dove sono collocati, tramite i relativi gestori, i prodotti finanziari non sono riconducibili né ad un mercato regolamentato, né, tantomeno, ad un sistema multilaterale di negoziazione³²⁵ e che rappresentano un'ipotesi peculiare di mercato primario³²⁶. In questo senso, lo stesso Regolamento europeo specifica che «i prodotti finanziari commercializzati sulle piattaforme di *crowdfunding* non sono gli stessi dei prodotti di investimento o di risparmio tradizionale e non dovrebbero essere commercializzati come tali»³²⁷sull'implicito

³²⁵ D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *cit.*, 48; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Giuffrè, Milano, 2022, 64 il quale sottolinea la radicale diversità di un'offerta al pubblico sui portali di *crowdfunding* rispetto all'offerta al pubblico di un titolo destinato allo scambio in un mercato regolamentato, posto che nella prima offerta difetta un mercato secondario regolamentato nel quale viene immesso lo strumento «con la conseguenza, oltre che dell'illiquidità delle risorse immobilizzate, della mancanza di una valutazione di mercato sul valore del bene-investimento». Anche F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, *cit.*, 179 e ss.

³²⁶ L'art. 50 *novies*, 2 comma t.u.f. che parlava di ordini sia di sottoscrizione che di compravendita innesca il dubbio circa la possibilità che le offerte effettuate sui portali potessero essere non solo di sottoscrizione, come sembrava imporre l'art. 100 *ter* 1 comma t.u.f. nella precedente sottoscrizione, ma anche di vendita. In questo senso A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, *cit.*, 712; S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, *cit.*, 573 e in senso dubitativo N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, *cit.*, 856. In realtà, altra parte della dottrina riteneva che quel riferimento agli ordini di compravendita fosse frutto di un errore lessicale, ritenendo che i portali corrispondessero ad un mercato primario. In questo senso F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, *cit.*, 189 argomentando dall'art. 100 *ter*, comma 1 e dalla disciplina sulla circolazione intermediata delle quote ivi prevista; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, *cit.*, 181; M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Giappichelli, Torino, 2020, 32 che sembra porsi in linea con questa dottrina allorché afferma che «l'accesso ai portali è un fatto storico autoconclusivo, non una situazione permanente (...) anche la disciplina del *crowdfunding* appare (quasi) interamente orientata verso la regolazione del momento dell'offerta, senza sostanziali proiezioni nel tempo successivo al suo perfezionamento.» Anche N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, *cit.*, 262; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, *cit.*, 542 e ss. Ad oggi, l'abrogazione del citato art. 50 *novies* per effetto del d.lgs. 30/2023 può indurre a concludere nel senso che le offerte effettuate sui portali possono essere esclusivamente di prima sottoscrizione.

³²⁷ In questo senso il considerando 43 del Regolamento (UE) 2020/1503.

assunto di una diversità di contesto regolamentare ove vengono prestati i servizi di collocamento e ricezione e trasmissione di ordini di valori mobiliari e/o altri strumenti ammessi al *crowdfunding*³²⁸. La circostanza che si tratti di un mercato distante da quelli tradizionali induce una parte della dottrina a ritenere che le quote di partecipazioni sociali in s.r.l. ivi negoziate, ferma restando la loro qualificazione come prodotti finanziari, non siano però riconducibili alle fattispecie di strumenti finanziari o di

³²⁸ Diversi autori declinano la peculiarità di questo mercato primario non esclusivamente in relazione alla specificità di disciplina per la stesso stabilita, quanto piuttosto in termini di irriducibilità dell'offerta tramite portali ad una dinamica propriamente di mercato primario. In questo senso E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte" tra Codice civile e t.u.f.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 890 in ragione del fatto che «l'investitore tipicamente destinatario del *crowdfunding* (...) è un soggetto del tutto peculiare, in quanto caratterizzato dalla propensione a farsi guida della "onda emotiva" causata dalla personale valutazione di una certa idea produttiva. Cosicché non sembra azzardato prospettare che la quota offerta non si possa qualificare senz'altro oggetto di una "domanda di consumo", avente a oggetto un prodotto finanziario sostituibile con altro reperibile nel mercato dei capitali, consideratene le peculiarità che ne fanno un prodotto "personalizzato", sebbene di massa.» In questo senso anche P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., 59 secondo il quale, in ragione del fatto che il carattere saliente del bene offerto sui portali è dato dal collegamento qualificato tra investimento e progetto imprenditoriale, «è lecito dubitare che la quota di s.r.l. *crowdfunded* e gli strumenti finanziari tradizionalmente scambiati sul mercato secondario siano in rapporto di reciproca sostituibilità o fungibilità: considerato che, nel *crowdfunding*, l'offerta si fonda sulla sollecitazione a contribuire alla realizzazione di un determinato progetto imprenditoriale, mentre gli strumenti finanziari rispondono ad un'esigenza di impiego delle disponibilità liquide in eccesso.»

Altra parte della dottrina, facendo leva sulle dimensioni ridimensionate del collocamento, sostiene che si tratti di operazioni di offerta sostanzialmente private. Così G. FERRARINI, *Finanza e regole per la crescita delle imprese*, workshop coordinato dal Commissario Carmine di Noia al Consob Day 2018, su http://www.consob.it/documents/46180/46181/nota_ferrarini_consob.pdf/e739d85d-1349-4fcd-94b3-6a8fa15ac4c7 che riferendosi al *crowdfunding*, afferma che «Pur essendo coinvolta una *crowd*, la dimensione ridotta delle relative operazioni fa sì che le stesse restino sostanzialmente "private". Non trova infatti applicazione la disciplina del prospetto informativo. Lo stesso regime speciale del equity crowdfunding resta fuori dell'ambito MiFID, sebbene porti regole di comportamento e doveri informativi che replicano gli schemi della direttiva con la dovuta proporzionalità.» Richiamando le sue parole anche A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, cit., 174.

valori mobiliari tradizionalmente scambiati, invece, nei mercati ordinari³²⁹. A tale riguardo, si concorda in merito al fatto che questa specifica modalità di offerta al pubblico non incide necessariamente sui connotati tradizionali della quota di partecipazione e non ne importa un necessario stravolgimento³³⁰. La normativa europea sul *crowdfunding* contiene delle indicazioni in tale senso. Al di là del fatto che fa espressamente salva l'ipotesi in cui in base agli ordinamenti nazionali le partecipazioni di una società privata a responsabilità limitata rientrano nella definizione di valori

³²⁹ Fermo restando la pacifica riconduzione della quota ai prodotti finanziari, escludono la sua qualificazione come valore mobiliare in ragione del divieto di incorporazione delle quote in azioni [E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI srl sul mercato di capitali*, cit., 288; O. CAGNASSO, *La lunga marcia di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, cit., 2428; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, cit., 714; E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte" tra Codice civile e t.u.f.*, cit., 891 tale, secondo quest'ultimo autore, da precludere alla quota di assumere il carattere di autonomia/astrettezza che ne comporta una debolezza sul piano dell'idoneità ad assicurare l'assenza di rischi circa l'altrui rivendicazione o l'opponibilità di eccezioni causali], ovvero in ragione di questo divieto interpretato come preclusivo alla standardizzazione delle quote e, dunque, impeditivo della possibilità di rendere le quote omogenee e prive di agibilità nello scambio che la negoziazione richiede [D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONI, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, cit., 50; G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 510 e nt. 260]. Altri autori, ancora, riconducevano la quota alla categoria dei prodotti finanziari, attenendosi al testo dell'art. 100 *ter* che chiaramente distingueva l'offerta sul portale avente ad oggetto prodotti finanziari, tra cui le quote di s.r.l., di cui al secondo comma e l'offerta avente ad oggetto gli strumenti finanziari, di cui al primo comma [A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, cit., 172 e ss.]

Altri autori, nel contesto della previgente normativa ove, tra l'altro, il Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 che equiparava nella classe degli strumenti finanziari le quote di s.r.l. alle azioni di s.p.a., ritenevano che la quota di s.r.l. potesse considerarsi come uno strumento finanziario di nuova previsione legislativa, seppure nei limiti della disciplina speciale del *crowdfunding* [S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Presti e Cera, Zanichelli, Torino, 85; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, cit., 715; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, cit., 856.; S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, cit., 2016, 574 ss.]

³³⁰ In questo senso specificamente M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 542 secondo il quale «le norme che consentono l'offerta al pubblico delle quote di s.r.l., nulla aggiungono, o sottraggono, al concetto di quota di partecipazione delineato dal Codice civile, tanto meno sospingendolo verso quello di azione».

mobiliari³³¹, il Regolamento europeo circoscrive il suo ambito applicativo non solo a tale categoria ma anche agli altri «strumenti ammessi ai fini del *crowdfunding*»³³² purchè liberamente trasferibili sui mercati dei capitali³³³, mostrando, dunque, un approccio orientato alla neutralità in relazione alla qualificazione e alla conformazione del prodotto collocato sulle piattaforme *online*. Come sottolinea dottrina autorevole, i portali sono mercati primari nel contesto dei quali le quote ben possono essere offerte secondo la loro strutturazione codicistica «perché ciò che viene sollecitato presso il pubblico sarebbe l'investimento in capitale di rischio e conseguentemente la quota emessa corrisponderà (...) al conferimento effettuato»³³⁴. Esclusivamente, infatti, un mercato secondario presuppone per il suo funzionamento una fungibilità dei prodotti ivi negoziati, unico requisito in grado di assicurare la necessaria liquidità dello stesso.

Tutto quanto premesso non contraddice la possibilità che le quote siano, invece, collocate sottoforma di partecipazioni fungibili anche sul mercato primario di nuova emersione, anche considerando che una parte della dottrina tutt'ora sostiene che i portali *online* possono essere non solo sede di primo collocamento dei prodotti finanziari ma anche di un loro scambio³³⁵. Questa conclusione, per quanto non necessaria, può essere già accolta alla luce dell'interpretazione restrittiva del divieto di emissione

³³¹ L'art. 2, par. 3 del Regolamento (UE) 2020/1503 dispone «Fatta salva la possibilità che le azioni di una società privata a responsabilità limitata rientrino nella definizione di valori mobiliari di cui al paragrafo 1, lettera m)».

³³² Ai sensi dell'art. 2, par. 1, lett. a), ii) del Regolamento (UE) 2020/1503 i servizi di *crowdfunding*, come ivi definiti, hanno ad oggetto valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*. A seconda della qualificazione data alla quota di s.r.l., essa può essere ricondotta all'una o all'altra categoria, ammesso che la dottrina unanime ritiene che la mancata riconduzione delle quote nella definizione di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, di cui all'art. 2, par. 1 lett. n) è esclusivamente determinata da un difetto di coordinamento, come confermano la versione francese e tedesca del Regolamento, nonché i considerando 13 così come tradotto anche nella versione italiana. In questo senso P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., 42 e v. n.t 34; S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, cit., 509 e ss. F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni*, in *Rivista ODC*, 2024.

³³³ V. il 13° Considerando del Regolamento 2020/1503.

³³⁴ A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, cit., 717. In questo senso anche M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 542 secondo il quale il requisito della fungibilità dei beni rappresenta un'esigenza fondamentale del mercato secondario, mentre quello primario riveste assai meno di questa esigenza).

³³⁵ V. autori citati 328.

delle azioni, tutt'ora vigente, antecedentemente prospettata. Essa è raggiungibile anche là dove si condividesse l'opinione, in precedenza contestata, che interpreta il divieto di emissione delle azioni, intriso di valenza tipologica, come atto a proibire non solo la cartolarizzazione delle quote sociali ma anche la loro standardizzazione. Si è già sottolineato come il divieto di offerta al pubblico delle quote, introdotto nel 2003, sia stato interpretato dalla dottrina maggioritaria come funzionalmente collegato al divieto di rappresentazione delle quote in azioni nel comune obiettivo di interdire ogni forma di contatto, almeno sul piano dell'*equity*, tra la s.r.l. e il risparmio anonimo. A fronte di un quadro normativo mutato ove si deroga al divieto di offerta al pubblico in termini tali da prospetterne addirittura una possibile abrogazione tacita, non può condividersi l'interpretazione tutt'ora estensiva del divieto di emettere azioni, sostenuta da diversi autori in ragione della perdurante e positiva coerenza dell'art. 2468 c.c. per tutte le s.r.l.³³⁶ Detta interpretazione, piuttosto che suggerita dai riformati dati normativi, risulta essere il frutto di remore causate dall'incapacità di emanciparsi dalla tradizione o di pregiudizi insorti in un contesto regolamentare che promuoveva una visione di s.r.l. personalistica, oggi sicuramente svilita dalle descritte novelle normative. Infatti, consentito alla s.r.l. di offrire le proprie partecipazioni ad una folla indistinta di risparmiatori anonimi, anche se per il tramite di un canale peculiare e differenziato sotto molti aspetti rispetto a quelli tradizionali, non sussistono più ragioni per continuare a precludere all'autonomia statutaria di attribuire una conformazione alla partecipazione sociale dai connotati prettamente finanziari, ovvero una strutturazione parazionaria. In questo senso depone anche la ricostruzione storica dello statuto tradizionale della partecipazione sociale e del suo carattere peculiare dell'unicità: lo schema della quota unica permanente, infatti, esportato dall'ordinamento austriaco, risulta atto a riflettere nella s.r.l. tradizionale l'intensità del rapporto che si intende prefigurare tra socio e società, scongiurando il rischio della creazione di «*gleichwerthige*

³³⁶ G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 520 nt. 260, 543 nt. 36 e 42; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 536; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, cit., 44; C.A. BUSI, *La nuova s.r.l. PMI alla luce dei recenti orientamenti notarili*, in *Società e contratti, bilancio e revisione*, 2019, 15; Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.N.6, *Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote*; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, cit., 717.

Antheilsrechte» che si prestano ad un agevole commercio. Venuta meno la proibizione di una sollecitazione, diretta o indiretta, delle quote sociali, è conseguenziale ritenere che risulti caducata anche la proibizione, ricavata in via meramente interpretativa e con argomentazioni già osteggiate, di creare quote strutturate per quel commercio³³⁷.

Inoltre, l'argomentazione volta ad espandere il contenuto dell'art. 2468, 1 comma, c.c. si propone di evitare l'assottigliamento del confine tra s.r.l. e s.p.a., esaltando il principio di «rilevanza centrale del socio», valido nel primo tipo, contrapposto alla regola di «rilevanza centrale dell'azione», propria del secondo. A ben vedere, però, all'esito del d.l. n. 50/2017 e certamente anche in conseguenza della riformulazione dell'art. 2475, 1 comma, c.c., questo argomento tipologico non è più proponibile. Infatti, la distanza tra s.r.l. e s.p.a. si è ulteriormente ridotta, fino ad essere quasi scomparsa, a causa della possibile apertura al mercato delle s.r.l. P.M.I., della traslazione dell'istituto tipico tramite cui si realizza un'esaltazione della partecipazione sociale delle categorie di quote, e, infine, dell'affidamento di maggiori poteri gestori agli amministratori, a discapito dei soci per effetto del Codice della crisi e dell'insolvenza³³⁸.

³³⁷ Diversi autori sottolineano il superamento dei tradizionali connotati della quota in virtù della destinazione della stessa ai mercati. P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., 1459. M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, cit., 596 secondo cui «implicitamente sottesa alla scelta di consentire l'appello al pubblico risparmio, è quella di standardizzare le quote, diversamente essendo difficile immaginare di avvalersene per stimolare il risparmio anonimo. La più seria ragione che convince nell'escludere la standardizzazione delle quote nella s.r.l. del Codice civile, vale a dire la sua complementarità rispetto al divieto di appello al pubblico, qui evapora, essendo venuto meno proprio quest'ultimo divieto.» Anche F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 151 e ss. secondo il quale «l'offerta al pubblico di prodotti finanziari richiede, per assolvere obiettivi di effettività, che l'operazione sia suscettibile di essere scomposta in unità omogenee, pur non necessariamente circolanti secondo modalità cartolari». N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., 9; M. MORGESE, *Categorie speciali di quote nelle s.r.l. P.M.I.: standardizzazione o quota unitaria*, cit., 51; E. MORINO, *Le quote di P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., 343.

³³⁸ L'art. 2475, 1 comma, c.c. era stato modificato dall'art. 377 del Codice della crisi e dell'insolvenza, nel senso di attribuire in via esclusiva agli amministratori di s.r.l. la gestione dell'impresa. Questa formulazione è stata poi corretta dall'art. 40, d.lgs. n. 47/2020, in modo da attribuire, in via esclusiva, agli amministratori soltanto la predisposizione di assetti organizzativi amministrativi e contabili, di cui all'art. 2086, 2

5.2. La negoziazione delle quote sociali sui mercati secondari

La conclusione raggiunta in merito all'opportunità di abbandonare i connotati tradizionali della quota sociale, proponendo di converso l'adozione di uno schema di partecipazione para-azionario, può essere suffragata da ulteriori considerazioni.

Sebbene l'offerta sui portali di *crowdfunding* in sé e per sé non imponga necessariamente l'abbandono dei connotati tradizionali della quota sociale di unicità e di divisibilità, un'altra parte del diritto dei mercati finanziari, nella sua versione attuale ed in quella di prossima emanazione, impone ai fini della sua applicazione l'adozione di una soluzione contraria.

Il discorso deve muovere dal dato fattuale secondo cui, ad oggi, il prodotto offerto sulle piattaforme di *crowdfunding* è decisamente illiquido, mancando allo stato attuale un mercato secondario, ove è possibile procedere allo scambio di quei prodotti. Com'è stato osservato, la sollecitazione tramite *crowdfunding* si riduce ad un «fatto storico autoconclusivo»³³⁹, ad un'operazione di mercato primario dalla quale non consegue, a differenza della quotazione in un mercato regolamentato,

comma, c.c. In merito a questa correzione legislativa si è rivelata decisiva la spinta di una parte della dottrina, volta a sottolineare le difficoltà di conciliare l'attribuzione esclusiva della gestione agli amministratori, con altre norme presenti nello statuto normativo della s.r.l. che consentono o presuppongono l'esercizio di poteri gestori da parte dei soci (artt. 2468, 3 comma, 2479, commi 1 e 2 n. 5, 2476, 8 comma, c.c.). V., tra i tanti, N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del Codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 ss., i quali avevano, appunto, proposto una lettura correttiva del precedente art. 2475, 1 comma, c.c., tale da considerare propria degli amministratori solo la gestione organizzativa e non quella operativa. Diversamente, un'interpretazione più letterale e meno abrogante veniva prospettata, tra gli altri, da V. DI CATALDO, S. ROSSI, *Nuove regole generali per l'impresa nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *RDS*, 2018, 748 ss. Ora, per quanto sia stata ridimensionata la portata dirompente dell'art. 2475, 1 comma, c.c. nella precedente versione, l'attribuzione della competenza esclusiva sugli assetti agli amministratori produce, in ogni caso, un ridimensionamento del potere gestionale dei soci di s.r.l., soprattutto in vista delle difficoltà di distinguere gestione organizzativa e gestione operativa.

³³⁹ M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?, cit.*, 32.

l'accesso ad un mercato secondario³⁴⁰. In questo senso si spiega la disciplina di cui all'art. 100 *ter*, comma secondo t.u.f. inerente alla circolazione intermediata delle quote sociali³⁴¹, opzionale ed alternativa rispetto a quella ordinaria³⁴², la quale, almeno nelle intenzioni, è stata introdotta per agevolare la negoziazione e consentire la formazione di un mercato secondario delle quote sociali³⁴³. Parimenti, si spiega la previsione

³⁴⁰ P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., 64; S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, cit., 46; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, cit.; J. ARMOUR, L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in 81 *MLR* (2018), 51-84; N. DE LUCA, S. FUNARI E A. GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Dig. Disc. Priv. – Sez. Comm.*, Aggiornamento *****, Torino, 2017, 160; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI srl sul mercato di capitali*, cit., 294; E. MACHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *European Business Law Review*, Volume 32, Issue 3, 2021, 574.

³⁴¹ Su questa disciplina si vedano gli scritti di P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., 390; M. CIAN, *Intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1260 e ss.; I. CAPELLI, *L'equity base crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote sociali*, in *ODCC*, 2016, 537; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 e ss.; A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: La protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, cit., 1287 e ss.

³⁴² La disciplina ivi recata sulla circolazione delle quote sociali è indicata come alternativa «a quanto stabilito dall'articolo 2470, secondo comma, del Codice civile e dall'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133». Le modalità di circolazione recate da tale normativa sono, poi, facoltative e non obbligatoriamente connesse all'offerta delle quote sui portali. Infatti, dalla lettura dell'art. 100 *ter*, come riformato, risulta che tale regime circolatorio *i)* deve essere chiaramente indicato nella piattaforma di *crowdfunding*, ove può eventualmente risultare l'intenzione di applicare i regimi ordinari, sicché la facoltà di scelta spetta primariamente all'emittente; *ii)* deve essere, poi, in concreto scelto dall'investitore.

³⁴³ L'assunto condiviso in dottrina è che la nuova forma circolatoria è molto distante da quella della dematerializzazione di cui agli art. 83 *bis* e ss. t.u.f. P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., 421 che dà un giudizio negativo in merito all'utilità del nuovo regime circa la creazione di un mercato secondario delle quote sociali, stante l'individuazione di una serie di fattori fonte di incertezze, nocive per gli investitori. Anche, A. LAUDONIO, *op. ult. cit.*, 1288 secondo il quale «se l'obiettivo della modifica (di cui ai precedenti commi 2*bis*, 2*ter* e 4*ter* dell'art. 100 *ter* t.u.f.) era quello di ovviare all'illiquidità delle quote

contenuta nel Regolamento (UE) *Crowdfunding* che consente ai fornitori di servizi di *crowdfunding* di gestire una bacheca elettronica, ove consentire ai propri clienti di pubblicizzare gli interessi di acquisto e di vendita «di valori mobiliari o di strumenti ammessi a fini di crowdfunding inizialmente offerti sulle loro piattaforme di *crowdfunding*»³⁴⁴. Ad ogni modo, il legislatore ha cura di sottolineare che la bacheca non può fungere da sistema multilaterale di negoziazione e, dunque, da sistema di abbinamento degli ordini di acquisto e di vendita, nel senso che gli interessi di scambio potranno concretizzarsi in contratti esclusivamente fuori dai protocolli e dalle procedure operative interne del fornitore di servizi di *crowdfunding* e, dunque, con modalità private³⁴⁵. Tali sistemi sono rappresentati, di regola, come semplici "*show-cases*", vietando l'interazione diretta e lo scambio di prodotti tra gli utenti³⁴⁶, fermo restando

(...) per agevolare la possibilità di dismettere il proprio investimento attraverso il ricorso al mercato secondario, pare sia stato compiuto un errore sineddotico forse dovuto all'assorbente considerazione data alla trasferibilità delle partecipazioni sociali rispetto alla loro negoziabilità (laddove, come noto, la prima è un *prius* logico/giudico della seconda)». L'a. esprime dei dubbi, infatti, sull'effettività dell'agevolazione realizzata e sulla sua economicità.

S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit.⁵⁴ la quale in ragione delle distanze tra questo regime e quello della dematerializzazione e dell'impossibilità, stante il divieto di incorporare le quote in titoli, di applicare in via analogica la disciplina della circolazione scritturale e cartolare, ritiene che « il regime alternativo di cui all'art. 100-ter, comma 2°-bis T.U.F. rischia di essere meno "garantista", sul piano della certezza dei traffici giuridici, rispetto al regime ordinario di cui all'art. 2470 c.c. Tanto basta per dubitare che l'introduzione delle bacheche elettroniche — unitamente al meccanismo di circolazione intermediata delle quote — sia sufficiente ad assicurare un mercato secondario delle quote».

³⁴⁴ In questo senso l'art. 25, par. 1 del Regolamento (UE) 2020/1503.

³⁴⁵ L'art. 25, par. 2 del Regolamento (UE) 2020/1503 dispone che «La bacheca elettronica di cui al paragrafo 1 non deve essere utilizzata per l'incontro di interessi di acquisto e di vendita mediante i protocolli o le procedure operative interne del fornitore di servizi di crowdfunding in modo da dare luogo a contratti. La bacheca elettronica non consiste pertanto in un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale.»

³⁴⁶ P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., 58. E. MACHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, cit., 574 il che non preclude secondo l'autrice ad un gestore della piattaforma di ottenere l'autorizzazione di gestore di un MTF (o OTF), istituendo una vera e propria sede di negoziazione, potendo a quel punto la bacheca fungere come tale.

l'eventualità, desumibile dal considerando 55 del Regolamento³⁴⁷, che il fornitore di quei servizi, in relazione esclusivamente ai *valori mobiliari*, ottenga l'autorizzazione per lo svolgimento di attività altrimenti riservate, quali quella di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione.

Partendo, dunque, dall'assunto dell'assenza attuale di un mercato dove negoziare le quote sociali, la dottrina maggioritaria si è mossa nel tentativo di ricondurre le quote entro la categoria dei valori mobiliari, al fine, in particolare, di consentirne lo scambio in sistemi multilaterali di negoziazione della *species* dei mercati di crescita per le PMI³⁴⁸. A tale riguardo, tra i requisiti ritenuti imprescindibili sono enucleati, oltre a quello dell'offerta nel mercato dei capitali³⁴⁹ e della negoziabilità, anche quello della standardizzazione³⁵⁰. La fungibilità dei prodotti, assicurata

³⁴⁷ Nel considerando 55 si legge, tra le altre cose, che «La bacheca elettronica messa a disposizione da un fornitore di servizi di crowdfunding non dovrebbe pertanto comprendere un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale a meno che, in relazione ai valori mobiliari, il fornitore di servizi di crowdfunding abbia anche un'autorizzazione separata quale impresa di investimento, ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2014/65/UE, o quale mercato regolamentato, ai sensi dell'articolo 44 della medesima direttiva.» In questo senso anche E. MACHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, cit., 574.

³⁴⁸ In particolare, sull'AIM che rappresenta l'unico mercato di crescita per le PMI italiano ai sensi degli artt. 61, comma 1, lett. g), 69 TUF. Sui mercati di crescita si veda F. ANNUNZIATA, *Pmi, quotazione, crowdfunding*, Paper presentato per il XXIX Convegno di Studio "Adolfo Beria di Argentine" su "I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo", Courmayeur 18-19 settembre 2015; M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera- G. Presti, vol. II, Zanichelli, Torino-Bologna, 1126 e ss.; A. DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giustizia Civile*, 2022, 823 e ss..

³⁴⁹ E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit. 684 secondo il quale esso non comprende esclusivamente le sedi di negoziazione di cui all'art. 1, comma 5-octies, lett. c), TUF, ritenendo corrisponda più in generale al luogo (sempre più virtuale) in cui almeno una proposta di sottoscrizione, di acquisto, di vendita o di scambio di prodotti finanziari sia rivolta «a persone» ex art. 1, comma 1, lett. t), TUF, cioè a destinatari indeterminati al momento dell'offerta. Anche F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 167.

³⁵⁰ Prima della Legge "Capitali" F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 145 il quale, accogliendo una nozione di negoziabilità più ristretta rispetto a Cusa, indaga, ai fini della qualificazione delle quote come valori mobiliari, il

requisito della tutela dell'acquirente di buona fede. In questo secondo senso anche P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., 69 e ss. Entrambi gli autori pervengono a ritenere che, allorquando le quote circolino secondo il regime speciale di cui all'art. 100 *ter*, comma 2 t.u.f. siano assicurate le tecniche di protezione dell'acquirente *a non domino* analoghe a quelle assicurate all'acquirente di azioni tramite l'applicazione analogica l'art. 83-*quinquies* t.u.f., sul presupposto di un tendenziale accostamento di tale forma di circolazione a quella della dematerializzazione. Anche P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *RDS*, 2019, 629, che ipotizza una sostanziale assimilazione del sistema di circolazione intermediata delle quote al regime di dematerializzazione degli strumenti finanziari e ritiene possibile, pertanto, l'applicazione in via analogica alle quote di alcune delle disposizioni dettate per gli strumenti dematerializzati, tra cui il citato articolo. *Contra* M. CIAN, *Intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, cit., 1277; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., 6 e A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: La protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1290.

In generale, quanto ai requisiti della negoziabilità che è pacifico che distingua il valore mobiliare rispetto allo strumento finanziario, diversi autori ritengono necessario ai fini della riconduzione di uno strumento alla categoria dei valori mobiliari la sua circolazione tramite tecniche cartolari o scritturali idonee a conferire allo stesso il carattere di autonomia necessario per assicurare che l'acquisto avvenga senza rischi circa l'altrui rivendicazione o l'opponibilità di eccezioni causali. Così, oltre agli autori sopra citati, anche E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte" tra Codice civile e t.u.f.*, cit., 891; M. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2018, 143.

Per altra parte della dottrina, invece, i valori mobiliari sono configurabili anche in mancanza di tecniche cartolari purché sussista il carattere della negoziabilità. In questo filone si v. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 680 secondo il quale il requisito della negoziabilità, di cui accoglie la nozione in senso lato, presuppone solo la naturale negoziazione del prodotto nel mercato primario e secondario ed esso, secondo l'autore, non coincide con la sua libera trasferibilità, come discenderebbe dall'art. 66, comma 2, TUF, il quale impone solo ai valori mobiliari ammessi e negoziati nei mercati regolamentati di essere «liberamente negoziabili», cioè liberamente trasferibili. L'a., inoltre, in merito a detto requisito, ne sottolinea il legame con l'offerta al pubblico, ritenendo che, contrariamente da quanto sembra desumersi dall'art. 1, comma 1-*bis* tuf che richiede una mera negoziabilità, «il prodotto finanziario diventa un valore mobiliare solo quando faccia parte di un'offerta al pubblico (o, almeno, sia oggetto di un negozio o di negozi oggettivamente prodromici alla successiva offerta al pubblico) — nel mercato primario o secondario, delineando un concetto di negoziazione reale, distinto da quello di negoziazione potenziale». Implicitamente anche D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, cit., 50; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, cit., 73 per il quale è sufficiente la mera potenzialità di trattazione di un titolo sul mercato regolamentato.

dall'omogeneità del valore da essi espresso, specifica proprio il concetto di "categorie di valori" di cui all'art. 1, comma 1-bis t.u.f.³⁵¹, inteso, per l'appunto, come «classe comprendente una pluralità di relazioni finanziarie tra loro omogenee» dal punto di vista quantitativo e contenutistico; assicura, al contempo, l'integrazione del requisito della negoziabilità, per il quale alcuni autori richiedono un'agilità nello scambio³⁵² tale da garantire una facilitazione dell'incontro di domanda e offerta come precondizione per avere un valore *potenzialmente negoziabile*³⁵³ nei mercati di capitali.

Invece, M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 575 sembrano essere maggiormente specifici nel senso di ritenere che non sia sufficiente la mera sottoscrizione o negoziazione in un mercato primario o secondario ma è necessaria anche «una «agilità dello scambio» che renda il valore potenzialmente negoziabile su un mercato, che, dunque, sussistano le pre-condizioni per un incontro semplificato, agevolato di domanda ed offerta (...). Agilità dello scambio alla quale sembra, allora, manifestamente funzionale la riconoscibilità del valore in una categoria (sicché non troverebbe cittadinanza un valore mobiliare «isolato»), rispondendo ad un'istanza di omogeneità e, appunto, di riconoscibilità socio-economica, da reputarsi quale pre-condizione (una tra le pre-condizioni) per l'instaurarsi di flussi di domanda e offerta».

³⁵¹ In questo senso M. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium iuris*, 2019, 456; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., 1459 i quali sembrerebbero ritenere sufficiente ai fini di detta qualificazione una preventiva scelta statutaria in ordine alla standardizzazione del capitale sociale, senza ritenere determinante, sulla scorta della lettera dell'art. 1, comma 1-bis, t.u.f., la sussistenza (oltre che dei presupposti della negoziabilità e della standardizzazione, anche) di un'offerta nel mercato dei capitali.

³⁵² M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, cit., 575; Anche F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., parla di facilità di negoziazione, ossia un'agilità dello scambio, non essendo certo sufficiente una sua idoneità allo stesso, intesa come *mera trasferibilità*; A. GIANNELLI, *Strumenti finanziari e dematerializzazione*, in A. Giannelli e Sfameni, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*³, Milano, 285 secondo il quale ai fini del requisito non è necessaria l'effettiva negoziazione ma la *potenziale idoneità* del titolo, in virtù delle caratteristiche sue proprie, ad essere negoziato.

³⁵³ V. invece E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 680 e ss. che ricollega questo presupposto al mercato dei capitali, ritenendo che non possa considerarsi valore mobiliare quel bene che, anche se liberamente trasferibile, non possa essere poi negoziato in quei mercati. L'a. dà, inoltre, rilievo ad una negoziazione effettiva e non meramente potenziale, affermando che «unicamente il passaggio dalla negoziazione potenziale a quella reale nel mercato dei capitali trasforma un prodotto finanziario in un valore mobiliare.»

Da questo punto di vista, può convenirsi in merito al fatto che notevoli passi in avanti sono stati compiuti dalla dottrina e dal legislatore, soprattutto in seguito alle novità della Legge “Capitali”, per consentire alle quote di essere non solo offerte in sede di primo collocamento ma anche negoziate stabilmente in un mercato³⁵⁴, al fine di consentire alla s.r.l. di esprimere la potenza finanziaria che le riforme le hanno conferito ed instaurare con il mercato dei capitali un rapporto non meramente istantaneo – come il mero collocamento delle quote sui portali *online* consentirebbe – ma permanente e duraturo – come la negoziazione delle quote sui mercati di crescita assicurerebbe. Gli sforzi degli studiosi per pervenire a tali risultati, supportati dalla recente legge “Capitali”, non possono che essere accolti con favore, considerando che la legislazione di futura emanazione si allinea perfettamente agli stessi.

5.2.1. La qualificazione della quota come valore mobiliare e la sua prospettata *tokenizzazione*

Gli scenari della normativa futura e quelli che sono stati recentemente concretizzati con la Legge Capitali convincono in merito agli epiloghi tracciati dagli studiosi in punto di qualificazione della quota come valore mobiliare e confermano, tra l’altro, la necessità che si delinei un nuovo statuto di partecipazione, pressoché analogo a quello proprio della partecipazione azionaria. In particolare, risulta oltremisura necessario che le quote sociali si tramutino in frazioni omogenee e standardizzate per perseguire l’obiettivo di assicurare un mercato secondario e liquido delle partecipazioni sociali, al pari di quanto avviene per le azioni. Fintanto che, infatti, con la mera possibilità di offerta tramite *crowdfunding*, l’apertura ai mercati delle s.r.l. si delineava come meramente occasionale ed istantanea, la standardizzazione delle partecipazioni sociali, per quanto opportuna, non risultava comunque imprescindibile. Il passaggio, però, dal mercato di primo collocamento a quello secondario di negoziazione conduce ad esiti diversi, facilmente apprezzabili e giustificabili là dove si tengono a

³⁵⁴ L’opportunità di creare le condizioni per garantire l’emersione di mercati secondari ove consentire la negoziazione delle quote sociali è in questo paragrafo sottolineata nel rispetto degli espressi limiti contemplati dalla legge, limiti che, in relazione alle *start-up* innovative, sono stabiliti dall’art. 25, secondo comma del d.l. 179/2012 - ove viene impedito alla stessa di avere quote o azioni negoziate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione – e in relazione alle PMI innovative sono previsti all’art. 4, comma 1, lett. c), d.l. n. 3/2015 - ove è fatto divieto alla stessa di negoziare le azioni su un mercato regolamentato.

mente le funzioni, in precedenza descritte, che sono tradizionalmente assolte dalle azioni in punto di creazione e funzionamento efficiente di un mercato secondario.

La Legge Capitali conferma, infatti, la necessità di una tale trasformazione della partecipazione in s.r.l. ed assicura a detto tipo sociale l'effettuazione di operazioni di risparmio di massa, transitando proprio per la conformazione tipica della partecipazione nella s.p.a., tradizionalmente destinata a fungere da promotore di quelle operazioni.

Recependo un impulso del Ministero dell'Economia e delle Finanze³⁵⁵ a fronte del tentativo fallimentare³⁵⁶ della forma circolatoria di recente emersione di cui all'art. 100 *ter* t.u.f., la citata legge rimuove l'unico ostacolo che si frappone, secondo taluni, alla riconduzione della quota sociale alla fattispecie di valore mobiliare, attribuendo oltremodo certezza alla possibilità, finora esclusivamente prospettata, di un suo scambio nelle sedi di negoziazione di cui all'art. 63 t.u.f. L'art. 3, infatti, innovando l'art. del 26, d.l. n. 179/2012, non solo conferma la possibilità che le quote di s.r.l. PMI abbiano eguale valore e conferiscano uguali diritti, ma alle quote così strutturate, se di categoria, ne consente l'esistenza in forma scritturale in via volontaria ai sensi dell'art. 83 *bis* t.u.f.³⁵⁷. A fronte delle criticità del regime di circolazione di recente emersione, viene innovato anche l'art. 100 *ter*, comma secondo t.u.f., rendendo la dematerializzazione volontaria delle quote una tecnica di legittimazione e circolazione alternativa rispetto

³⁵⁵ Il riferimento è al Libro verde su *“La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”* ove si sottolineava l'attenzione di indagine e studio rivolta all'«ipotesi di dematerializzazione nel sistema di gestione accentrata, su base volontaria, ai sensi dell'articolo 83-bis del Testo Unico della finanza, delle quote “standardizzate” di PMI italiane costituite nella forma delle srl», disponibile al seguente indirizzo https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html

³⁵⁶ V. nt. 345 per i commenti degli studiosi circa la natura fallimentare della riforma in relazione all'obiettivo di creare un mercato secondario delle quote.

³⁵⁷ Sulla dematerializzazione si rimanda a M. CIAN, *sub art. 83 bis*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 3715 e ss.; ID., *La gestione accentrata degli strumenti finanziari dopo la novella del 2010*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 103; ID., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari* in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 641; F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu- Messineo*, Giuffrè, Milano, 2020, 18 e ss. Sulla dematerializzazione delle quote di s.r.l. PMI v. i primi commenti di M. CIAN, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3 l. 21/2024)*, *Studio CNN*, n. 42-2024, 4; ASSONIME, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, *Circolare* n. 6 del 13 marzo 2024, 23.

a quella della circolazione intermediata ivi disciplinata e a quella ordinaria anche per le quote offerte sui portali di *crowdfunding*.

Detta innovazione consentirà, in linea di massima, l'accesso delle quote emesse in forma scritturale a sistemi multilaterali di negoziazione, quali i mercati di crescita, ammesso che l'art. 83 *bis*, rinviando all'art. 3, par. 1 del Regolamento CSDR³⁵⁸, impone la dematerializzazione per i valori mobiliari negoziati in sedi di negoziazione³⁵⁹. Secondariamente, la nuova previsione supporta la qualificazione dottrinale della quota, se emessa in forma standardizzata, come valore mobiliare, rimuovendo anche l'impedimento, che i sostenitori della tesi della negoziabilità in senso stretto ad oggi individuano, della mancanza di sicurezza in termini di acquisto e di esercizio dei diritti sociali in caso di circolazione della quota secondo le tecniche richiamate dall'art. 100 *ter*, comma secondo t.u.f. Le novità legislative sono, senz'altro, da accogliere con favore poiché soddisfano l'esigenza, ampiamente avvertita, di dotare la s.r.l. di un mercato secondario delle proprie partecipazioni. Sarebbe, però,

³⁵⁸ Regolamento (UE) n. 909/2014 del 23 luglio 2014 relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012. V. anche Regolamento Emittenti dell'unico mercato di crescita italiano, "Euronext Growth Milan", denominato "AIM Italia - Mercato alternativo del capitale" ove, al par. 32, rubricato "Negoziabilità degli strumenti finanziari" si dispone «L'emittente Euronext Growth Milan deve garantire che gli strumenti finanziari Euronext Growth Milan siano liberamente negoziabili. Possono essere ammessi solo strumenti finanziari sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati».

³⁵⁹ A tale riguardo F. BRIZZUOLI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 182 nt. 203 e 237 e ss. ove sottolinea, prima dell'emanazione della Legge Capitali, che l'unico serio ostacolo all'accesso alle quote di s.r.l. PMI sui mercati di crescita è rappresentato dall'ammissibilità per le stesse a rivestire la forma scritturale richiesta per l'accesso ad una sede di negoziazione. Alla luce di tale affermazione, l'autore indaga in merito alla possibilità di dematerializzare le quote sociali di s.r.l. alla luce del previgente contesto normativo e perviene ad una positiva conclusione tramite il superamento del divieto di cartolarizzare le quote sociali. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 693 e ss. riteneva, invece, nel previgente contesto regolamentare sufficiente ai fini dell'accesso delle quote al sistema di gestione accentrata la qualificazione della quota come valore mobiliare, senza che a ciò ostasse l'inammissibilità di emettere titoli di credito. Infatti, egli affermava che «la quota di s.r.l. può diventare non solo un valore mobiliare (se negoziabile nel mercato dei capitali), ma anche un valore mobiliare in forma scritturale; il che accade quando la s.r.l. qualificatasi PMI realizza un'offerta al pubblico delle proprie quote negoziabili (trasformandole così in valori mobiliari) e, essendo intenzionata a rappresentarle in forma scritturale, le assoggetta al regime di dematerializzazione presso un depositario centrale».

auspicabile *de iure condendo* che la dematerializzazione delle quote di categoria non sia limitata alle s.r.l. PMI in ragione della riscrittura, più volte citata, dell'art. 100 *ter* t.u.f. e dell'allargamento con essa effettuato dell'offerta al pubblico alle quote della s.r.l. *tout court*. La Legge Capitali interviene sull'impianto normativo del Decreto crescita *bis*, ove le deroghe al diritto societario sono tutt'ora circoscritte alla s.r.l. che non supera determinati limiti dimensionali. È, però, auspicabile, in ragione della funzionalizzazione di dette deroghe all'apertura ai mercati consentita alla s.r.l. - prima fra tutti le categorie di quote -, che esse siano parimenti estese alla s.r.l. grande, stante la recente possibilità accordata anche alla medesima di sollecitare il risparmio anonimo. Il successo di un mercato primario è, d'altronde, maggiore allorquando esso accolga diversificate forme di investimento ed offra al contempo la garanzia di un luogo di facile e pronta liquidazione delle risorse finanziarie impiegate.

Parimenti, risulta criticabile la scelta legislativa di circoscrivere la standardizzazione e la dematerializzazione alle sole quote di categoria. Già, si è rivelato, infatti, che la qualificazione di una quota come di categoria non transiti per l'uguaglianza valoriale della stessa rispetto alle altre componenti del gruppo di partecipazioni speciali ma esclusivamente per la coincidenza dei diritti speciali in esse oggettivizzate; che l'identità quantitativa delle quote di categoria sia, ciò nonostante, necessaria in funzione della loro negoziazione sui mercati. Quest'ultima considerazione, vale a dire la standardizzazione in funzione della creazione di un mercato delle partecipazioni sociali, induce a ritenere che tanto l'uguaglianza di valore delle quote, quanto la dematerializzazione delle stesse debbano essere estese alle quote sociali *tout court*, ammesso che a livello normativo non viene circoscritta l'offerta al pubblico alle sole quote speciali e, a livello empirico, la stessa prassi conosce episodi di sollecitazioni aventi ad oggetto quote ordinarie³⁶⁰. Ad ogni modo, come risulterà non proseguito del valore, si ritiene possibile prospettare un'interpretazione correttiva dell'art. 3 della Legge "Capitali" che espressamente circoscrive la dematerializzazione facoltativa alle sole quote di categoria.

³⁶⁰ Sul punto si veda il POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, 30 giugno 2023, disponibile su www.osservatoriocrowdinvesting.it da cui risulta, in merito alle tipologie di quote offerte sui portali, che sono ricomprese, per quanto in misura ridotta rispetto alle quote con diritti differenziati, anche quote ordinarie, del tutto identiche a quelle dei soci fondatori.. Tale punto è anche messo in luce da M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 545, sebbene nella prospettiva di rivelare come l'offerta al pubblico sui portali non incida sulla configurazione ordinaria e tradizionale della quota sociale.

La mutazione della quota sociale e il suo avvicinamento sempre più completo alle azioni è, altresì, suggerita dal recente D.L. *FinTech*, 17 marzo 2023 n. 25 convertito con legge 10 maggio 2023 n. 25 in materia di emissione e circolazione di “determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione *FinTech*”, di adeguamento alle disposizioni contenute nel Regolamento (UE) 858/2022 (il c.d. “Regolamento DLT pilot regime”)³⁶¹, il cui art. 28, comma 2, lett. *a-bis*) conferisce alla Consob la delega ad “includere (con apposito regolamento) nell’ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto [...] le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile”. L’eventuale esercizio della delega³⁶² comporterà l’inclusione anche delle quote sociali nella categoria di nuovo conio degli strumenti finanziari digitali³⁶³ che, per effetto della modifica recata proprio dal citato decreto

³⁶¹ Il Regolamento citato, in particolare, prevede una *regulatory sandbox* temporanea dedicata a coloro che operano con le DLT per negoziare le operazioni sulle cripto-attività, prevedendo deroghe ed esenzioni ai requisiti regolatori previsti dalla legislazione europea di cui alla MIFID II, MIFIR e CSDR al fine di consentire sia agli operatori di questi mercati sia alle autorità le opportunità ed i rischi dei nuovi strumenti in un regime di sperimentazione (v. Considerando 4). Così, gli artt. 4, 5 e 6 del Regolamento DLT prevedono esenzioni che le infrastrutture di mercato DLT possono richiedere alle autorità nazionali competenti. Sul citato regolamento v. F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 2020, in *dirittobancario.it*, 2020; F. ANNUNZIATA, A. MINTO, *Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology*, in *dirittobancario.it*, 2022. P. CARRIÈRE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in *dirittobancario.it*, 2020; R. LENER, S.L. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?* in *dirittobancario.it*, 2020.

³⁶² La Consob ha ritenuto di non esercitare la facoltà attribuitale dal citato decreto di includere nel regime di sperimentazione relativo agli strumenti finanziari DLT le quote di società a responsabilità limitata. Il regolamento Consob sull’emissione e circolazione in forma digitale degli strumenti finanziari, adottato con delibera n. 22923 dell’11 dicembre 2023 in attuazione della delega, non contiene alcuna previsione relativa alle quote di s.r.l.

³⁶³ Ad oggi e prescindendo dall’eventuale esercizio delle delega alla Consob per quanto riguarda le quote di s.r.l., sono strumenti finanziari digitali le categorie di strumenti

all'art. 1, comma 2 t.u.f., arricchisce il novero degli strumenti finanziari tradizionali³⁶⁴. In questo senso, l'esercizio della delega si potrà porre in linea con la Legge "Capitali" e la qualificazione che esso reca della quota quale valore mobiliare, contribuendo ad irrobustire il relativo requisito della *negoziabilità*, assicurato anche tramite la circolazione della quota mediante le tecnologie a registro distribuito, atte a consentirne uno scambio pure nelle sedi di negoziazione digitali³⁶⁵. Sono noti, infatti, i vantaggi che questa nuova circolazione digitale comporta, con particolare riguardo ai prodotti illiquidi: la rapidità delle transazioni, disintermedate e, dunque, meno costose ma, ciò nonostante, rese sicure e tracciabili in ragione della tecnologia impiegata, può agevolare l'instaurazione di

finanziari indicati all'art. 2 del D.l. n. 25/2023, vale a dire le azioni, le obbligazioni di s.p.a., i titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'articolo 2483 c.c., gli ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, i titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi dagli emittenti italiani, le ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani, gli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano, le azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani di cui all'articolo 1, comma 1, lettera l), del TUF. Resta fermo quanto previsto dall'articolo 3 del Regolamento (UE) DLT.

³⁶⁴ L'art. 31 del D.l. n. 25 del 2023 modifica l'articolo 1, comma 2, del TUF, il quale oggi dispone «Per "strumento finanziario" si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito. Gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari.». La riconduzione dei *security tokens* nella classe degli strumenti finanziari ha posto fine alla diatriba, antecedente all'emanazione del Regolamento, che l'emersione di queste fattispecie digitali aveva suscitato in dottrina in merito alla loro qualificazione giuridica. A tale riguardo, si veda G. GITTI, M. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività* in ODCC, 2019, 95 e ss.; F. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 36 e ss.; P. CARRIÈR, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, *Quaderno giuridico Consob*, 25 gennaio 2023, 27 e ss.; P. CARRIÈR, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca borsa soc.*, 2020, 461 e ss.

³⁶⁵ In questo senso anche A. DI CIOMMO, *Tra tokenizzazione e dematerializzazione: l'inesorabile mutazione delle quote di S.r.l.*, Paper presentato al XV Convegno annuale dell'Associazione italiana dei Professori universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti Del Diritto Commerciale" su *"Impresa e mercati: numeri e computer science"*, Roma, 23-24 febbraio 2024.

mercati secondari e comportare, di conseguenza, una maggiore liquidità dei prodotti ivi scambiati³⁶⁶.

Nell'ambito della circolazione DLT non è strettamente indispensabile che gli strumenti siano frazioni identiche di una medesima emissione: la tecnologia a registri distribuiti consente, infatti, una circolazione anche di strumenti diversi grazie alla sua adattabilità e versatilità. Nondimeno, in un contesto normativo in cui si prevede, ai fini della dematerializzazione della quota e, indirettamente, della sua inclusione nelle categorie di valori negoziabili sul mercato dei capitali, la sua parcellizzazione in unità infrazionabili ed omogenee, è ragionevole auspicare che la delega sia esercitata richiedendo detto requisito anche quale condizione per la *tokenizzazione* della partecipazione³⁶⁷. A ciò conduce una considerazione complessiva delle vicende normative di futura emanazione ed un'analisi delle futuribili qualificazioni finanziarie della quota che esse consentono. Sarebbe, infatti, un regime normativo incongruente quello che, da un lato, prescinde e, dall'altro, impone la standardizzazione della partecipazione sociale ai fini rispettivamente della qualificazione come strumento finanziario digitale e come valore mobiliare, entrambi, tra l'altro, riconducibili al *genus* degli strumenti finanziari tradizionali. Sarebbe, inoltre, un regime normativo confusionale quello che consente all'autonomia statutaria dei soci di effettuare delle scelte conformative della partecipazione sociale diverse per il raggiungimento di analoghi risultati, quale appunto l'apertura della società ai mercati, siano essi tradizionali o digitali.

³⁶⁶ S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 63 «La “tokenizzazione” delle quote di s.r.l. — che potrebbe intervenire, in ipotesi, anche dopo la loro offerta in un portale di *crowdfunding* - seguita dalla successiva negoziazione dei relativi tokens su piattaforme digitali, mediante tecnologia blockchain, potrebbe quindi incrementare la liquidità delle quote e dare vita ad un mercato secondario (digitale) per lo scambio delle stesse. In questo modo verrebbe garantita a coloro che hanno sottoscritto le quote sui portali (i.e. “investitori *crowdfunders*”) una concreta opportunità di mobilitazione del loro investimento». Anche I. CAPELLI, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintech*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2023, 673 e ss. e F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 226.

³⁶⁷ In questo senso anche A. DI CIOMMO, *Tra tokenizzazione e dematerializzazione: l'inesorabile mutazione delle quote di S.r.l.*, cit., 20. Sembra orientata in questo senso anche I. CAPELLI, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintech*, cit., 675.

Conclusione, questa raggiunta, suffragata anche dal tentativo di raccordare in qualche maniera il mercato finanziario tradizionale a quello di recente emersione digitale nella consapevolezza, comunque, delle inevitabili diversità che li contraddistinguono e di assicurare all'operatore, che in quei mercati si muove, la possibilità di orientarsi in base a delle minime coordinate comuni.

6. I primi risultati dell'indagine

Distinguendosi sulla scena giuridica europea³⁶⁸, il legislatore italiano si è reso autore di una scelta sistematica relevantissima: ha acceso la potenza finanziaria anche della s.r.l. al fine di dare seguito alle politiche europee di sostegno alle PMI, consentendone una graduale apertura ai

³⁶⁸ In questo senso G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 499. La maggioranza degli ordinamenti europei è, infatti, restia ad inaugurare la medesima apertura ai mercati della s.r.l. che è stata, invece, promossa dal legislatore europeo. In Germania, ad esempio, la sussistenza della *kleine Aktiengesellschaft* e di una realtà ove è frequente la sussistenza di società di persone che raccolgono investimenti presso il pubblico nella forma di regola della *GmbH & Co. KG* (sul punto v. P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., 83 e ss.) costituisce una valida alternativa alla *GmbH* per le PMI e l'idea di una s.r.l. come *Publikumsgesellschaft* è ad oggi fermamente respinta. V. H. FLEISCHER, *Die Finanzierung der GmbH*, in L. MICHALSKI-A. HEIDINGER-S. LEIBLE-J. SCHMIDT (hrsg.), *Kommentar zum GmbHG*, Bd. 1, 4. Aufl., München, C.H. Beck, 2023, rdn. 112. In Spagna, l'art. 92.2, Ley 2010/1 de sociedades de Capital (LSC) dispone che le quote di sociedad de responsabilidad limitada (SRL), a non possiedono le caratteristiche dei valori mobiliari e la legge sul *crowdfunding* (Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial) esclude che le relative quote offerte al pubblico costituiscano *valores negociables*. Anche in Austria il legislatore preserva la chiusura della *GmbH*, come si è già visto, assicurata del principio di unicità della quota sociale e dal divieto di incorporazione in titoli di credito di cui al § 75 *GmbHG*, nonchè dalla previsione della forma notarile per il trasferimento delle quote di cui al § 76 *GmbHG*. Nella previsione della nuova forma sociale della *Flexible-Kapitalgesellschaft* introdotta dalla *Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2023* (*GesRÄG 2023*) mantiene detta chiusura.

Altri ordinamenti europei, invece, sono progressisti al pari di quello italiano. È il caso del Belgio che con la recente riforma del *Code des sociétés et des associations* del 23 marzo 2019 ha consentito alla s.r.l. belga (*Besloten Vennootschap*) di accedere ai mercati regolamentati con la quotazione della relative *actions*. Sul punto v. T. CRUYSMANS, *La SRL cotée en Bourse va-t-elle fonctionner en pratique ?* in *RPS-TRV*, 2020, 374 e s. In relazione alle legislazioni europee inerenti alla s.r.l. aperta v. P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperta: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista ODC*, 2024, 198 e ss.

mercati dei capitali che, con le novelle recante Legge “Capitali” e dal decreto *FinTech*, è destinata a divenire particolarmente ampia.

L’incontro tra le novelle normative inerenti alla s.r.l. che si sono negli anni susseguite e che, probabilmente, si implementeranno ha comportato e comporterà una significativa destrutturazione della quota sociale ed un cambiamento delle sue caratteristiche tradizionali, primo fra tutte quelle dell’unicità e della divisibilità. La standardizzazione delle quote, comunque già enucleabile in via interpretativa, è cosa certa, almeno in relazione alle categorie di quote che siano volontariamente dematerializzate o, come si auspica, in relazione alle quote *tokenizzabili*. D’altra parte, prescindendo dalle novità dei recentissimi decreti, l’analisi svolta, incentrata sulle categorie di quote e sulla deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote e transitata anche per una considerazione delle funzioni assolve dall’assetto partecipativo azionario, ha evidenziato l’opportunità di un superamento della conformazione personalistica della quota sociale, anche prescindendo da una possibile dematerializzazione delle quote sociali. Non è, infatti, la recentissima decisione legislativa di estendere alle partecipazioni il regime alternativo di circolazione scritturale ad imporre la standardizzazione del capitale sociale, piuttosto la apertura ai mercati del tipo s.r.l. che quel regime, sicuramente, agevola.

Certo è, a questo punto dell’analisi, che non è possibile preservare la lettura estensiva del divieto di emissione di azioni che alcuni autori, almeno prima della recente Legge capitali, continuavano a propugnare. Come è stato sottolineato, lo schema di matrice austriaca della quota unica permanente ed i relativi principi di unicità e divisibilità della quota sociale sono stati desunti dalla dottrina muovendo, in particolare, dal divieto di rappresentazione delle quote in azioni, presente nell’impianto codicistico fin dal 1942, che è stato via via pervaso, unitamente ai suoi contenuti, di un significato tipologico nel tentativo di distanziare il tipo capitalistico minore dalla s.p.a. In realtà, l’analisi fin qui compiuta ha auspicabilmente dimostrato che sia nella disciplina codicistica originaria, sia in quella risultante dalla riforma del 2003 era ben possibile circoscrivere il contenuto di quel divieto alla sola emissione cartolare, privando di converso quelle caratteristiche della quota sociale di una valenza imperativa.

Una conferma dell’interpretazione che di quella proibizione legislativa è stata accolta può anche risultare dalle riforme emanate fin dal 2012, oggetto di attenzione in questo capitolo, e da quelle prossime, così dispiegando nuovi spazi per l’autonomia statutaria in punto di strutturazione della quota sociale.

Prescindendo da considerazioni in merito al mantenimento in vigore dell'art. 2468, primo comma c.c. anche nel suo significato minimo ed incontestabile, le riforme indagate che permettono e, in determinati casi, impongono anche nella s.r.l. di strutturare le quote alla stregua di partecipazioni-tipo, uguali ed indivisibili, consentono di ritenere che il mantenimento in vigore di detta disposizione - ritenuta in passato proibitiva di tali scelte conformative della quota sociale - non è il frutto di un'incoerenza legislativa. Il nuovo quadro normativo, da ultimo aggiornato con la recente Legge "Capitali", infatti, piuttosto che comportare una deroga tacita del divieto di emissione di azioni nel suo significato di divieto di standardizzazione delle quote sociali, confermerebbe proprio un contenuto precettivo limitato di quella proibizione e tale da non vietare in sé e per sé detta standardizzazione³⁶⁹.

A questo punto e muovendo proprio da tale assunto, sarà opportuno, quanto alle s.r.l. "aperte", delineare più nel dettaglio il nuovo statuto della partecipazione sociale "finanziaria", ammesso che, come dimostrato, risulta già enucleabile *in via interpretativa* un assetto partecipativo della s.r.l. consono all'accesso ai mercati mobiliari. Le riforme, infatti, sollecitano l'abbandono del carattere di unicità della quota sociale, scardinando lo schema tradizionale della partecipazione e comportando anche il superamento dei corollari dell'unicità e della divisibilità. Diviene necessario, a quanto punto, delineare i tratti caratterizzanti della nuova fattispecie di partecipazione in una s.r.l. che intenda aprirsi ai mercati, indagando la perduranza o meno di elementi differenziali rispetto alla partecipazione azionaria.

Da ultimo, l'indagine proseguirà analizzando quelle che sono le opportunità connesse alla predisposizione di partecipazioni-tipo anche nelle s.r.l. chiuse e distanziate dai mercati dei capitali, verificando i vantaggi che questa tecnica di conformazione della partecipazione sociale presenta al di là della sua utilità tipica e connessa alla prospettiva finanziaria.

³⁶⁹ In questo senso anche N. DE LUCA, *Azioni*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, Utet giuridica, Milano, t. II, 2022, 406.

CAPITOLO III

LE DIVERSE CONFIGURAZIONI DI PARTECIPAZIONE SOCIALE NELLA S.R.L.

SOMMARIO: Sezione I- Le partecipazioni sociali in s.r.l. a confronto; 1.1 Le fattispecie di partecipazione sociale nella s.r.l.; 1.1. Il frazionamento delle quote sociali, quale vicenda individuale o corporativa; 1.2. Il carattere di autonomia vs. carattere di unitarietà delle quote sociali; 1.3. La misura della quota ordinaria e dei diritti sociali; 1.3.1. La misura della quota finanziaria e dei diritti sociali; 1.3.1.1 Quote standardizzate con valore nominale implicito; 2. La convivenza di quote ordinarie e quote finanziarie e la diversità di valore nominale delle quote; 2.1. La possibile standardizzazione dell'intero capitale sociale. Sezione II- L'ambito di applicazione della nuova fattispecie di partecipazione sociale: 3. Dalla s.r.l. aperta PMI alla s.r.l. aperta "grande"; 3.1. La standardizzazione del capitale sociale della s.r.l. *VC-financed*; 3.1.1. Il superamento dell'unicità della quota sociale nelle altre s.r.l. chiuse; 4. Riepilogo dei risultati dell'indagine.

SEZIONE PRIMA

Le partecipazioni sociali in s.r.l. a confronto

1. Le fattispecie di partecipazione sociale nella s.r.l.

Come l'analisi fin qui condotta ha evidenziato, l'inclusione dei mercati tra i canali di finanziamento delle piccole e medie imprese che assumono la forma di società a responsabilità limitata comporta un inevitabile scardinamento dell'assetto partecipativo di questo tipo sociale.

La prospettiva finanziaria che ad oggi pervade anche il tipo per quote ha imposto di considerare, come la recente Legge Capitali ha confermato, la previsione di partecipazioni seriali ed uniformi quale presupposto imprescindibile per la creazione di un mercato secondario, sicchè si è ritenuto necessario per una s.r.l. che intenda aprirsi ai mercati³⁷⁰

³⁷⁰ Il riferimento alla s.r.l. aperta è qui effettuato in senso lato, avendo riguardo alla società che effettui un'offerta al pubblico delle proprie quote sociali. L'espressione non è utilizzata in coincidenza con la nozione di società di cui agli artt. 2325 *bis* c.c. e 119 TUF che, in letteratura, è individuata con l'espressione «società aperta». In merito, alla possibilità di ricondurre la s.r.l. che usufruisca della deroga al divieto di offerta al pubblico a tale categoria M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Testo unico finanziario, Mercati ed emittenti*, II, Zanichelli, Torino,

adottare uno schema partecipativo para-azionario che agevoli, in particolare, l'offerta al pubblico e la successiva negoziazione delle quote sociali. L'aliquota di capitale sociale offerta al pubblico dovrà, dunque, essere scomposta in partecipazioni uniformi e seriali da destinare all'indistinta platea di investitori anonimi. Ancora prima del realizzarsi di un'effettiva diffusione del capitale tra il pubblico, una scelta conformativa delle partecipazioni sociali di questo tipo sarà indicativa di un'apertura meramente potenziale della società ai mercati ed esprimerà la volontà dei soci fondatori di estendere la compagine societaria ad un numero indefinito e significativo di membri.

Di converso, una s.r.l. che intenda perseguire il proprio oggetto sociale usufruendo di risorse finanziarie di pochi e fidati soggetti potrà mantenere il carattere tradizionale di s.r.l. chiusa, continuando ad applicare lo statuto tradizionale della partecipazione sociale, la cui adozione sarà, invece, rappresentativa della volontà sociale di preservare la riservatezza dell'affare comune.

Nella scena giuridica fa, dunque, ingresso un nuovo schema di partecipazione sociale, la delineazione del quale si rende necessaria in considerazione dei profondi elementi di diversità che esso presenta rispetto al modello tradizionale di partecipazione sociale nella s.r.l. Si prospetta, infatti, la convivenza di due schemi di partecipazione sociale in s.r.l., fortemente differenziati tra di loro e la cui ricorrenza nel caso concreto funge da indicatore della predisposizione della società ad aprirsi al pubblico.

Accanto, dunque, alla quota *codicistica*, avente una struttura fortemente personalistica ed ulteriormente personalizzabile, nonché fondata sui tradizionali connotati della unicità e dei suoi corollari dell'unitarietà e della divisibilità, le recenti novelle e gli obiettivi legislativi che le stesse esprimono comportano la delineazione di un'ulteriore

2020, 1242; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. società*, 2019, 675 in senso negativo stante il divieto di rappresentazione delle quote in azioni. Anche S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 84 e ss., la quale parla di s.r.l. «semiaperta». In senso positivo, invece, F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 2022, Giuffrè, Milano, 175 e ss. il quale, fermo restando la difficoltà di ricondurre la s.r.l. al novero delle società quotate, ritiene ben possibile che una s.r.l. che abbia emesso e diffuso quote standardizzate e seriali possa, là dove ricorrano i presupposti regolamentari stabiliti dalla Consob, essere considerata una società con quote diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

fattispecie di quota sociale *finanziaria*, caratterizzata dalla necessaria standardizzazione quantitativa e qualitativa, oltreché dalle ulteriori caratteristiche che l'analisi si propone mettere a fuoco.

Il lavoro, a questo punto, intende indagare, sotto il profilo strutturale e morfologico, i due schemi di partecipazione sociale ad oggi disponibili per l'autonomia statutaria, sottolineando le peculiarità di ognuno e il rispettivo ambito di applicazione. Questo proposito di indagine è alimentato da diverse circostanze. Il nuovo schema di quota sociale è stato poco indagato dalla dottrina, la quale, per quanto sia concorde nel ritenere necessario per una s.r.l. che intenda aprirsi ai mercati standardizzare le proprie quote di partecipazione, non si è sufficientemente soffermata sulle nuove peculiarità strutturali della partecipazione sociale, nonostante le conseguenze applicative di non poco conto che le stesse comportano. Sembra, inoltre, necessario evidenziare i nuovi caratteri della quota sociale in ragione della diversità che essi presentano rispetto a quelli tradizionali, con l'intento di renderli conoscibili a coloro i quali si troveranno nel concreto a doverne o volerne usufruire.

Soprattutto, l'adozione di un assetto partecipativo para-azionario ingenera delle diversità applicative che occorre attentamente porre in luce, con il proposito di verificare se esse possano considerarsi giustificate o meno nel confronto con una s.r.l. che opti per una struttura partecipativa tradizionale. Il rilievo dell'insussistenza di una simile giustificazione potrà indurre l'interprete a suggerire, nel corso della trattazione, degli adattamenti disciplinari inerenti alla s.r.l. chiusa. La predisposizione di una struttura partecipativa diversa rispetto a quella ordinaria comporta, in determinati casi, la necessità di un'integrazione di disciplina, oltreché di derogare ad una serie di disposizioni codicistiche, l'operatività delle quali presuppone il modello conformativo della partecipazione sociale tradizionale.

1.1. Il frazionamento delle quote sociali, quale vicenda individuale o corporativa

Con il proposito di enunciare il nuovo schema di partecipazione in s.r.l. aperta, si rileva primariamente che la previsione di quote

partecipative «aventi uguale valore e conferenti uguali diritti»³⁷¹ comporta un definitivo tramonto, oltre che del carattere di unicità della quota sociale, anche del suo corollario della divisibilità.

Viene innanzitutto a mancare la *ratio* tradizionalmente attribuita a detta peculiarità della partecipazione sociale. La circostanza, infatti, che la quota sia frazionabile, come l'analisi storica ha messo a fuoco, è sempre stata spiegata nell'ottica della previsione di un necessario contrappeso all'unicità della quota sociale sul piano circolatorio³⁷². La divisibilità della quota si ricollega, infatti, in quanto sua espressione, al carattere di unicità della partecipazione in s.r.l. che comporta la titolarità di un'unica quota in capo al socio e la necessaria unificazione di partecipazioni successivamente sottoscritte o in precedenza riferibili a diversi soggetti. In un contesto normativo da sempre caratterizzato dal principio capitalistico della libera circolazione delle partecipazioni sociali, risultava coerente la previsione di cui al previgente art. 2482 c.c. della libera frazionabilità della partecipazione in caso di vicende circolatorie della stessa *inter vivos* o *mortis causa*, quale unica eccezione ammissibile al carattere unitario della partecipazione sociale.

Nel contesto attuale, invece, la necessità di predisporre prodotti seriali e fungibili da offrire sui mercati comporta il superamento del principio “un socio-una quota sociale”, rendendo, dunque, inattuali le giustificazioni poste alla base del carattere di divisibilità della quota. Il socio, infatti, acquisendo un pacchetto di plurime partecipazioni, autonome l'una dall'altra, potrà disporre liberamente delle stesse in via separata o complessiva, senza che il peso della titolarità di un'unica quota sociale possa impedire un simile dinamismo circolatorio. Al medesimo, in deroga al disposto dell'art. 2468, secondo comma c.c., saranno assegnate, facendo applicazione dell'art. 2346, quarto comma c.c., non una singola partecipazione ma un numero di quote proporzionali alla parte di capitale sottoscritta e per un valore complessivo non superiore a quello del suo conferimento, salva diversa previsione dello statuto.

È, tra l'altro, la standardizzazione delle partecipazioni sociali in sé e per sé a comportare un'imprescindibile negazione della divisibilità delle

³⁷¹ Art. 3 della Legge n. 21, 5 marzo 2024, c.d. “Legge Capitali”.

³⁷² Questo profilo è stato attenzionato nel paragrafo 3.4. del Capitolo I al quale si rimanda.

partecipazioni e della loro diversità³⁷³. Queste ultime, infatti, se frazionabili, scenderebbero al di sotto del valore *standard* loro assegnato in sede di atto costitutivo o di successiva modifica statutaria, sicchè può ritenersi che l'indivisibilità delle partecipazioni sia un imprescindibile presupposto della loro standardizzazione.

Nella s.r.l. effettivamente aperta o che è in procinto di ricorrere al pubblico risparmio, il frazionamento della quota avviene, esattamente come accade nella società per azioni³⁷⁴, per mezzo di una vicenda collettiva, configurandosi come frutto di una decisione corporativa della società. In tal caso, la divisione della quota sussiste già a monte ed è il risultato di una scelta organizzativa della società in ordine al numero e alle proporzioni in cui suddividere il rapporto sociale. Il socio non potrà incidere in alcun modo sulla struttura partecipativa, neanche ai fini dell'alienazione della sua quota in un ammontare ridotto, essendo intangibile da parte sua il numero delle parti del contratto sociale, la cui determinazione è, per l'appunto, rimessa in via esclusiva all'autonomia statutaria. Né tantomeno egli potrà dividere la sua quota in caso di eventuale contitolarità della medesima, rendendosi necessario in tal caso procedere alla nomina di un rappresentante comune per l'esercizio dei diritti sociali. Il socio potrà, nel rispetto della misura standardizzata prestabilita, esclusivamente disporre delle partecipazioni che compongono il proprio pacchetto in via autonoma l'una dall'altra e, anzi, tale schema partecipativo è proprio funzionale a «rendere le persone dei soci delle variabili rispetto alla costante offerta della partecipazione»³⁷⁵. Per quanto riferito, si ritiene applicabile in via

³⁷³ In questo senso M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibbà e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 553 il quale, condivisibilmente, ritiene che la divisibilità muove dal presupposto contrario a quello della standardizzazione quantitativa delle partecipazioni e, precisamente, da quello dell'unitarietà della complessiva partecipazione e che, invece, la standardizzazione quantitativa della partecipazione rappresenta proprio la «negazione della divisibilità delle partecipazioni.»

³⁷⁴ C. ANGELICI, *Le azioni, Il Codice civile. Commentario Schlesinger, artt. 2346-2356*, Milano, Giuffrè, 1992, 19; Id. *La circolazione della partecipazione azionaria*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1999, 104; ID., *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 2012, 25; ID., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. II, Utet, Torino, 1985, 205 e ss.

³⁷⁵ P. SPADA, *La tipicità delle società*, Cedam, Padova, 1974, 390.

analogica alla s.r.l. aperta la previsione di cui all'art. 2347 c.c.³⁷⁶, confinando, dunque, l'ambito applicativo dell'art. 2468, ultimo comma alla quota sociale della s.r.l. chiusa. Risulta, infatti, superabile nel contesto partecipativo della s.r.l. aperta l'argomento che in passato induceva a negare l'applicazione analogica dell'art. 2347, secondo comma c.c., facendo leva sulla prevalenza nella s.r.l. dell'elemento personalistico rispetto a quello organizzativo³⁷⁷.

Quanto alle s.r.l. chiuse, primariamente va annunciata la condivisione dell'opinione maggioritaria³⁷⁸ che ritiene che la quota, pur in

³⁷⁶ In questo senso anche C. SARACINO, *Categorie di quote e particolari diritti. La comproprietà della quota*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 367.

³⁷⁷ Così P. REVIGLIONO, *art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino G.-Bonfante G.-Cagnasso O.-Montalenti P., II, Bologna, 2004, 1817 e O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Cedam, Padova, 2007, 142

³⁷⁸ A favore della natura divisibilità della partecipazione sociale si pronunciano G. ZANARONE, *sub art. 2468*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 514 in ragione delle disposizioni normative inerenti al socio moroso (2466, 2° co) e socio recedente (2473, 4° co) che, presupponendo che la loro partecipazione possa essere acquistata da altri soci in proporzione delle rispettive partecipazioni, ne affermano per implicito la divisibilità. Nello stesso senso, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 566.; M. MALTONI, *La partecipazione sociale*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale, F. Magliulo, M. Maltoni, F. Tassinari, 2ª ed., 2007, 222 che giustifica la mancata riproduzione del previgente articolo sulla divisibilità in ragione della soppressione di un valore nominale minimo a cui essa si riferiva. Con le stesse argomentazioni inerenti alla soppressione del valore nominale minimo A. PAOLINI, *sub art. 2468*, *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società dell'azienda della concorrenza*, a cura di D. Santosuosso, Torino, Utet giuridica, 2015, 329.

P. REVIGLIONO, *sub art. 2468 c.c., cit.*, 1816 e L. SALVATORE, *sub art. 2468*, in *Della società a responsabilità limitata*, *Commentario Scialoja-Branca-Galgano*, 2, 2022, 370 che raccomandano l'introduzione di una clausola statutaria sul punto. L. DI NELLA, *sub art. 2468*, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 276. Comitato notarile del Triveneto, Massima I.I. 35- *Naturale divisibilità delle quote di partecipazione in s.r.l.* Anche R. ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2033, 479.

In favore della natura indivisibilità, invece, G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G. F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, III, Torino, 2007, 390, secondo il quale questo carattere impedirebbe al socio di attribuire ai propri aventi causa e senza

assenza di un'espressa previsione normativa, sia naturalmente divisibile, stante la sussistenza di diverse disposizioni che presuppongono questo carattere della partecipazione³⁷⁹, oltre che la dirimente osservazione secondo cui l'esclusione della cessione parziale della partecipazione si porrebbe «al di fuori di ogni logica accettata dalla realtà economica»³⁸⁰.

In tale contesto, la divisibilità della quota si pone a valle delle scelte individuali del singolo socio, il quale comunque potrà frazionare la sua quota esclusivamente in relazione a eventuali vicende circolatorie della partecipazione, tali da determinare un continuo cambiamento valoriale della stessa³⁸¹. A fronte dell'adozione statutaria dello schema tradizionale

il consenso degli altri soci i numerosi diritti riconosciuti dalla novella al socio in quanto tale, in particolare i diritti particolari. In ragione delle stesse preoccupazioni O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V. Padova, Cedam, 2007, 142; L.A. BIANCHI, A. FELLER, *sub art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi L.A., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P.-Bianchi L.A.-Ghezzi I.-Notari M., Milano, 2008, 308 i quali affermano «fermo restando che – quale conseguenza e corollario del principio di unicità della partecipazione- la partecipazione è indivisibile all'atto della sua sottoscrizione, è invece legittima la previsione da parte dell'atto costitutivo della divisibilità nel caso del suo trasferimento»; E. FAZZUTTI, *sub art. 2468*, in *La riforma delle società. Artt. 2462-2510*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, 2003. G.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 695, anche se in senso dubitativo, il quale argomenta sottolineando come mal si concili con la libera divisibilità delle quote l'ampia ingerenza riconosciuta al socio nella vita sociale, aspetto quest'ultimo che può sicuramente essere accentuato con l'attribuzione di diritti particolari. Anche N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 894 il quale propende per la naturale indivisibilità della quota, fermo restando la possibilità di prevederne la divisione in statuto e lo ribadisce in ID., *Azioni*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, Utet giuridica, Milano, t. II, 2022, 395 e ss. e A. MONDANI, *Il trasferimento della quota munita di diritti particolari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 488.

³⁷⁹ Si pensi alla disciplina del socio moroso e in particolare alla vendita della sua quota agli altri soci ai sensi dell'art. 2466, 2° comma c.c., così come alla disciplina del recesso ove parimenti si prevede che la quota sia liquidata tramite la sua vendita ai soci, in proporzione alle rispettive quote ex art. 2473, 4° comma.

³⁸⁰ M. MALTONI, *La partecipazione sociale*, cit., 223.

³⁸¹ Oltre agli autori citati nella nota 378, su tale punto anche M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, in *Giur. comm.*, 2021, 396, il quale riassume l'opinione maggioritaria della nostra dottrina, sottolineando come per l'appunto prevalga «una considerazione dell'unitarietà in termini non assoluti, bensì relativi (= la quota è unitaria di volta in volta in riferimento al socio che ne è titolare), con il che il frazionamento della partecipazione in funzione

della quota unica permanente, resta, infatti, preclusa la possibilità di un frazionamento arbitrario della partecipazione sociale che sia svincolato da un atto dispositivo e tale da compromettere la titolarità individuale di una *singola* partecipazione sociale. Come già rivelato³⁸², la rigidità di questo assetto partecipativo è comunque stemperata dalla tendenza dottrinale ad intendere in senso lato le vicende dispositive della quota sociale, includendovi oltre agli atti propriamente circolatori della partecipazione, vale a dire i trasferimenti *inter vivos*, anche vicende costitutive di diritti reali di garanzia o di godimento, sì da consentirne la riferibilità ad una o più frazioni di quota sociale; parimenti, la divisione della partecipazione è ritenuta ammissibile a fronte del sequestro o del pignoramento della quota sociale, misure che potranno anche riguardare una frazione della quota sociale, specie quando il valore del credito, che tramite detti strumenti è tutelato, risulta essere superiore rispetto al valore complessivo della quota. Viceversa, sul piano del *mortis causa*, la dottrina³⁸³ e la giurisprudenza³⁸⁴ maggioritaria ritengono, anche per i profili successori che vengono in

dell'attribuzione ad una pluralità di soggetti di una pluralità di quote di taglia inferiore, ciascuna nuovamente unitaria relativamente ad ognuno di essi, diviene predicabile, come regola di default»

³⁸² Per non risultare ripetitiva si rinvia al paragrafo 3.4. del Capitolo I.

³⁸³ P. REVIGLIONE, *art. 2468, cit.*, 1816 il quale condivide una tesi, sostenuta anche in passato [G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 1982, 277] al cospetto della pregressa disposizione (art. 2482 c.c.) che ne prescriveva la divisibilità «nel caso di successione a causa di morte o di alienazione», secondo la quale la quota non è automaticamente divisa in caso di successione per legge e ritiene che, alla luce del contesto normativo all'esito della riforma del 2003 ove non si fa più riferimento alla divisibilità, l'anzidetta tesi vada ribadita. In questo senso anche L. BULLO, *Partecipazioni sociali e pluralità di eredi*, in *Riv. dir. civ.*, 2010. Anche C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella S.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2017, 94

³⁸⁴ Trib. Milano, 11 luglio 2020 in *Giur. it.*, 2021, 363 e ss. con nota di R. GUERCIO, *Comunione ereditaria di quota di s.r.l. ed esercizio dei diritti sociali*; Trib. Roma 2 maggio 2001, in *Riv. not.*, 2003, 206 e ss. Il tribunale capitolino, in particolare, a fronte della richiesta di alcuni eredi che sostenevano essere avvenuto l'acquisto automatico della quota divisa, aderisce alla tesi che ricostruisce la caduta in successione legittima della quota di s.r.l. come acquisto in comune tra gli eredi. Anche Trib. Catanzaro, 23 aprile 2008, in *Giur. merito*, con nota adesiva di F. BRIOLINI, *Sulla contitolarità (e divisibilità) della partecipazione sociale nella s.r.l. riformata*, 711 e ss. che annulla una delibera dell'assemblea di s.r.l. assunta con il voto di un erede di un socio defunto, il quale era intervenuto e aveva votato personalmente in assemblea, in spregio all'art. 2468, 5° comma c.c.

gioco³⁸⁵, che la divisione della quota necessiti di uno specifico atto di scioglimento di comunione ereditaria³⁸⁶, con il conseguente acquisto da parte degli eredi della contitolarità *pro-indiviso* della partecipazione e la necessità di nominare un rappresentante comune per l'esercizio dei diritti sociali. Si ritiene, però, ben possibile introdurre una clausola statutaria che prescriva il frazionamento automatico della quota con il conseguente prodursi di una divisione automatica della partecipazione tra gli eredi in proporzione alle rispettive quote ereditarie e l'estromissione della stessa dalla comunione³⁸⁷. Prescindendo da tale opzione statutaria, la dottrina è dunque propensa a circoscrivere l'ambito operativo della previsione sulla comproprietà della quota di cui all'art. 2468, ultimo comma c.c. alle sole vicende circolatorie *mortis causa*, subordinandone l'applicazione anche ai trasferimenti tra vivi alla prescrizione statutaria dell'indivisibilità della

³⁸⁵ La tesi della non automatica divisione è coerente con la riconduzione, oramai pacifica, della quota alla categoria dei beni mobili, seppure immateriali [Cass. 26 maggio 2000, n. 6957, in *Giur. it.*, 2000, 2309] dato che l'automaticità della divisione si ha solo per debiti. In questo senso A. ZOPPINI, G. ROJAS ELGUETA, *La comproprietà*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 26-27; Quanto, invece, ai crediti l'orientamento della giurisprudenza di legittimità è nel senso del superamento del principio *nomina hereditaria ipso iure dividuntur* [Cass. civ., Sez. un., 28 novembre 2007, n. 24657 in *Giur. It.*, 2008, 1916 e ss., con nota di BERTOLOTTO, *Comunione ereditaria del credito ed esercizio della facoltà di pretesa*. Tale interpretazione è stata ribadita da Cass. civ., 24 gennaio 2012, n. 995; Cass. civ., 11 luglio 2014, n. 15894; Cass. civ., 20 novembre 2017, n. 27417 reperite su *italgiure.it*]. Prima di questo approdo giurisprudenziale, negava la divisione automatica della quota caduta in successione in ragione della diversa natura della quota rispetto al diritto di credito (credito a cui si riteneva all'epoca applicabile il principio *ipso iure dividuntur*) anche G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 277. Contrario, invece, a tale conclusione era G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata. Art. 2472-2479 bis, Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Roma, 174 ss. il quale precisava che l'automatica divisione della quota era tuttavia impedita ogniqualvolta detta divisione avesse come risultato un quoziente non intero.

³⁸⁶ C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella S.r.l.*, cit. 94 e ss. chiarisce che l'atto divisionale sarebbe necessario in caso di successione legale, dal momento che, in ragione della naturale divisibilità della quota salvo diversa previsione statutaria, il socio ben potrebbe disporre per testamento di frazioni della sua quota a titolo universale o particolare. Anche D. BOGGIALI, A. RUOTOLO, *Quesito di Impresa n. 82-2012/I, Divisione fra coeredi di quota di s.r.l. caduta in successione*.

³⁸⁷ L. BULLO, *Partecipazioni sociali e pluralità di eredi*, cit., 216 che ritiene in particolare che tale clausola non violerebbe il divieto dei patti successori di cui all'art. 458 c.c. Anche S. ADDAMO, *Passaggio generazionale nell'amministrazione delle s.r.l. a base familiare*, in *Contratto e impresa*, 2021, 856.

quota. In relazione, infatti, agli atti *inter vivos*, l'autonomia statutaria può derogare all'automatica divisibilità della quota, attribuendo primario peso all'invariabilità della compagine sociale piuttosto che alla libera modificazione quantitativa e qualitativa della stessa, tramite una norma statutaria che ne imponga l'infrazionabilità. Preme sottolineare che si tratta di un'indivisibilità diversa da quelle delle quote standardizzate poiché connessa pur sempre allo schema personalistico della quota unica permanente e, tra l'altro, deputata a perseguire finalità contrapposte. Nel caso dell'adozione del modello della quota unica permanente l'indivisibilità sarà funzionale a cristallizzare un prestabilito assetto partecipativo, mantenendo invariate determinate posizioni di forza tra i soci; nel caso, invece, dell'impiego dello schema di pluralità di partecipazioni-tipo l'indivisibilità della quota sarà proprio diretta a garantire un'apertura della società verso l'esterno ed il continuo mutamento della sua compagine sociale tramite, per l'appunto, la fungibilità del prodotto offerto al pubblico.

Dal confronto espletato emerge come la partecipazione sociale nella s.r.l. in potenza o in concreto aperta perda, oltre al carattere di unicità, anche il tradizionale connotato della divisibilità al fine di assicurare la predisposizione di un assetto partecipativo adeguato alle nuove prospettive finanziarie del tipo per quote per il tramite della previsione di plurime parti sociali fungibili e, in quanto tali, agevolmente negoziabili sui mercati. Emerge, altresì, la riferibilità alla quota sociale dei tipici caratteri di indivisibilità ed uguaglianza – nei limiti dell'aliquota del capitale sociale standardizzata - positivamente previsti per l'azione, in ragione dell'ampliamento dei canali di scambio che la riguardano, in sostanza corrispondenti a quelli della partecipazione azionaria, eccezion fatta per i mercati regolamentati³⁸⁸ e per le sedi di negoziazione digitali.

Si ritiene che la diversità dei modelli conformativi del rapporto sociale in s.r.l. sul piano della divisibilità/indivisibilità sia giustificabile proprio avendo riguardo alla natura aperta o meno della società delle cui

³⁸⁸ Ai sensi del combinato disposto degli artt. 119 TUF e 2325 *bis* c.c. è esclusivamente ammissibile la quotazione in mercati regolamentati di azioni di società. Sul punto si veda M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Testo unico finanziario, Mercati ed emittenti*, II, Zanichelli, Torino, 2020, 1242; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. società*, 2019, 675; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 84 e ss.; F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 2022, Giuffrè, Milano, 179; M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?* in www.dirittobancario.it, p. 2, 2019.

partecipazioni si tratta. La circostanza, infatti, che la negoziazione delle quote avvenga in una s.r.l. chiusa a trattativa privata non impone un frazionamento a monte delle stesse in unità *standard*, ben potendo il singolo socio decidere se e come dividere la propria partecipazione in base all'andamento delle trattative di alienazione, di volta in volta intraprese. Anzi, la conformazione unitaria e divisibile della quota assicura una limitazione quantitativa all'ampiezza della compagine sociale, che può tutt'ora costituire un interesse che i soci intendono perseguire con l'adozione del tipo s.r.l. La predisposizione, invece, di partecipazioni seriali ed uniformi che il singolo non può liberamente frazionare si rende necessaria, per tutto quanto in precedenza ampiamente riferito, per le quote che la s.r.l. aperta intende offrire al pubblico e, soprattutto, negoziare sui mercati secondari.

La conclusione raggiunta è rafforzata dalla considerazione che, nell'uno come nell'altro caso, le singole frazioni che compongono o il pacchetto partecipativo o l'unica quota sociale saranno pur sempre autonome dal punto di vista circolatorio. In entrambi i modelli di s.r.l., infatti, le quote potranno essere separatamente alienate, sequestrate, pignorate o costituite in pegno o in usufrutto. Che l'anzidetto risultato sia nel concreto raggiunto per il tramite di un frazionamento sociale e, dunque, statutario a monte, o di un frazionamento individuale a valle poco rileva, ammesso che la diversità dei mezzi impiegati risulta porsi in linea con la volontà sociale, a seconda dei casi, di diffusione o concentrazione del capitale sociale.

Sussistono comunque dei riflessi applicativi collegati al diverso schema partecipativo, in parte già segnalati e sempre giustificabili alla luce della distinta distribuzione delle partecipazioni che, in un caso, sono accentrate nelle mani di pochi soci imprenditori e, nell'altro, di titolarità di un'indistinta e anonima massa di soci investitori. Da qui, la possibilità nelle s.r.l. chiuse di modellare lo schema della quota unica permanente e naturalmente divisibile tramite la previsione statutaria dell'indivisibilità della partecipazione, previsione, invece, inadatta allo schema della pluralità di quote sociali che sono già di per sé indivisibili.

1.2. Il carattere di autonomia vs. carattere di unitarietà delle partecipazioni sociali

La divisione del capitale sociale in plurime e predeterminate partecipazioni tipo fa sì che la singola quota rappresenti un'identica

porzione del capitale sociale, fonte di uguali diritti patrimoniali ed amministrativi, a prescindere dal socio detentore e dal conferimento dal medesimo effettuato, realizzandosi una vera e propria spersonalizzazione della partecipazione, analoga a quella azionaria.

La quota, anche in questo tipo sociale, diviene un *prius* rispetto alla persona del socio ed essa individua, al pari dell'azione, un autonomo complesso di posizioni giuridiche attive e passive, sicchè chi ha più quote ha «una posizione multipla, non una posizione unitaria»³⁸⁹.

La standardizzazione delle quote sociali ne comporta, infatti, una loro parcellizzazione in porzioni partecipative autonome l'una dall'altra, dal punto di vista giuridico³⁹⁰. L'anzidetta autonomia assume rilievo primariamente sul piano circolatorio, garantendo al socio la possibilità, in qualsiasi momento e senza preclusioni di sorta, di liquidare solo in parte il suo investimento complessivo. Secondariamente, essa consente alla partecipazione stessa di costituire oggetto di diritti frazionari, estendendo alla quota di s.r.l. standardizzata le considerazioni - in precedenza ampiamente riferite³⁹¹ - che la dottrina ha rivolto alle azioni di s.p.a. per quanto riguarda la possibilità di un trattamento differenziato delle partecipazioni in punto di esercizio di diritti sociali misurabili, quand'anche nelle mani di un medesimo titolare.

Prendendo le distanze da alcuni recenti orientamenti notarili³⁹², si ritiene che la possibilità di un simile esercizio diversificato dei diritti sociali

³⁸⁹ G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, a cura di F. Vassalli, Torino, Utet, 1987, 445.

³⁹⁰ In relazione alle quote di s.r.l. PMI, in questo senso M. CIAN, *S.r.l. P.M.I., s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2008, 827 e ss., il quale prospetta la possibilità di «conformare le partecipazioni alla stregua di unità a) minime indivisibili, b) non unificabili, c) autonome». Anche P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 406.

³⁹¹ Si rinvia al paragrafo 3.3.1. del Capitolo I.

³⁹² Il riferimento è agli orientamenti del Comitato notarile del Triveneto Orientamento. Il Comitato notarile del Triveneto con l'*Orientamento I.N.6, Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote* ove, nel tentativo di raccordare il principio dell'unicità della quota di partecipazione in S.r.l., desunto dal divieto di suddividere le partecipazioni in azioni contenuto nel comma 1 dell'art. 2468 c.c. e dagli artt. 2481-ter, comma 2, e 2482-quater c.c., con la riforma operata con il D.L. n. 50/2017, ritiene dirimente «la considerazione che le singole categorie di quote non sono capaci di confondersi tra loro in un'unica posizione partecipativa, in quanto ciascuna di esse attribuisce diritti ed obblighi propri che nel loro complesso non

o la possibilità di circoscrivere determinate vicende organizzative ad una frazione della partecipazione non siano riconducibili alla riconosciuta ammissibilità per la s.r.l. di diversificare il compendio dei diritti sociali tramite una loro oggettivizzazione nelle quote partecipative. Non è, infatti, l'asserita moltiplicazione dei rapporti sociali connessa alla divergenza dei diritti obiettivati nelle quote, speciali o ordinarie, di cui il singolo acquista la titolarità a determinare una simile possibilità. Non è, inoltre, l'oggettivizzazione dei diritti in sé e per sé e la circostanza che gli stessi risultino, in tale maniera, indifferenti alla persona del titolare poiché riferiti alla quota sociale a garantire questo risultato, piuttosto la standardizzazione delle partecipazioni stesse. Infatti, la circostanza che la partecipazione, in quanto identica ed indivisibile, conferisca uguali diritti

possono essere uguali a quelli di nessuna altra categoria di quote, pena l'inesistenza della categoria stessa. All'interno delle categorie, invece, non ricorre alcuna esigenza di distinzione. Nelle S.r.l.-PMI appare dunque possibile suddividere le quote di partecipazione in categorie ma non anche suddividere queste ultime in unità predeterminate e vincolanti. A quanto sopra consegue che qualora un socio sia titolare di quote di diverse categorie, le stesse non costituiranno un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie possedute, partecipazioni unitarie che in caso di successive cessioni o acquisti non si modificheranno nel loro numero ma solo nella loro percentuale.» Da ciò, i noti orientamenti del medesimo Comitato notarile che giustificano un esercizio divergente o parziale dei diritti sociali o la riferibilità di alcune vicende ad una parte delle quote di titolarità del singolo. Si veda l'Orientamento I.N.7 del Comitato notarile del Triveneto sulla costituzione di diritti di pegno o usufrutto su quote di categoria, la quale sarebbe possibile, in ragione della diversità dei rapporti sociali di cui il socio è titolare in conseguenza dell'acquisto di una quota speciale, su singole quote speciali, senza il verificarsi di contitolarità dei diritti portati dalle quote ordinarie e da quelle speciale e senza la necessità di nominare un rappresentante comune. Si veda, anche, l'Orientamento I.N.8 del Comitato notarile del Triveneto ove si giustifica, per le stesse ragioni, la configurabilità di una mora parziale relativamente alle quote ordinarie o di categoria, allorquando il socio sia titolare delle une e delle altre. L'Orientamento I.N.9 del medesimo Comitato legittima, quando ricorra un interesse meritevole di tutela, la possibilità per il socio titolare di quote di più categorie di esercitare il diritto di voto attribuito da una categoria in maniera diversa rispetto a quello attribuito da un'altra categoria, così come di partecipare alle decisioni dei soci solo con determinate quote di categoria. Parimenti C.A. BUSI, *La nuova s.r.l. PMI alla luce dei recenti orientamenti notarili, cit.*, 15 che accoglie con favore le anzidette massime, ritenendo che le riforme del 2012 ed, in particolare, la possibilità di emettere le categorie di quote comporta una ridefinizione del principio di unitarietà, nel senso che a fronte di detta emissione il socio risulterebbe titolare di plurime partecipazioni unitarie, da considerare separatamente anche quanto alla possibilità di esercitare diversamente o parzialmente i diritti sociali. In senso critico nei riguardi di questi orientamenti M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 562 nt. 350.

e poteri ne consente una considerazione in termini oggettivi e reificati e favorisce quella nota *ipostasi* di cui la dottrina ha riferito in merito alle azioni³⁹³. Da ciò, anche quando più partecipazioni siano di titolarità del singolo, esse sono pur sempre identificabili come beni autonomi passibili di vicende individuali, al pari di quanto accade per le partecipazioni azionarie rispetto alle quali il relativo carattere di autonomia è tradizionalmente collegato alla conformazione stessa delle azioni, quali partecipazioni-tipo³⁹⁴.

³⁹³ P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 116; Id. *La partecipazione azionaria*, in *Studium iuris*, 1996, 675 e ss.; P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in *AA.VV., Tipo. Costituzione. Nullità, Trattato delle società per azioni*, vol. 1, t. 1, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Utet, Torino, 2004, 45.

³⁹⁴ M. BIONE, *Le azioni in AA.VV., Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1991, secondo il quale la scomposizione del capitale in unità uniformi ed impersonali consente di considerare l'azione come contenitore dell'intera gamma di posizioni giuridiche che compongono la partecipazione sociale, avvalorandone una concezione atomistica e il suo carattere di autonomia, fermo restando che i casi in cui detto carattere assume rilievo debbano risolversi con un approccio pragmatico e consono alla varietà delle singole fattispecie, approccio che consenta di esaltare, di volta in volta, o la posizione globale del singolo o la considerazione del medesimo come titolare di plurime e diverse posizioni. C. ANGELICI, *La società per azioni, cit.*, 34 che fa derivare dalla suddivisione del capitale in *quanta* uguali ed indivisibili «la possibilità di una prospettiva che è stata definita «atomistica», nel senso che ogni singola unità azionaria può essere pensata separatamente dalle altre pur di pertinenza dello stesso socio; e ne consegue il problema se ed in che limiti, sia in sede di esercizio dei diritti sia nel momento circolatorio, l'individualità delle singole azioni debba o possa prevalere sul loro unitario riferimento soggettivo». ID, voce *Azioni di società*, 1) *Diritto commerciale in Enciclopedia giuridica Treccani*, vol. IV, Roma, 1991, 4 secondo il quale è la peculiare tecnica organizzativa da cui risulta la partecipazione azionaria che le attribuisce la caratteristica dell'autonomia e che consente alla stessa di ricevere, entro certi limiti un trattamento differenziato, anche a fronte di una titolarità individuale. G. LA SALA, *sub art. 2346, co. 1, 2 e 3 in Le società per azioni*, a cura di M. Campobasso, V. Cariello e U. Tombari, Giuffrè, Milano, 2016, 465 e ss. secondo il quale il sistema di attribuzione dei diritti derivante dalla rappresentazione della partecipazione in azioni genera una serie di conseguenze, tra le quali annovera il carattere autonomo dell'azione che, per l'appunto, si manifesta anche nelle vicende organizzative della società. Anche G. FERRI, *Le società, cit.*, 445. Contra N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 887 in quale critica la «tendenza dominante in Italia a sovrapporre — come se appunto fossero sempre l'uno il corollario dell'altro — il problema di una predeterminazione ideale di partecipazioni-tipo e quello della relativa «autonomia»».

L'adozione, dunque, del modello di plurime quote-tipo rende le stesse anche giuridicamente autonome, agevolandone una considerazione in termini isolati che ha riflessi tanto sul piano circolatorio, quanto su quello dei diritti sociali. In ragione della conformazione para-azionaria delle quote, si ritiene che il socio possa comportarsi come titolare di distinte partecipazioni *anche all'interno della società*, relativamente sia alle obbligazioni discendenti dal contratto sociale, sia rispetto ai diritti sociali misurabili. Si ritengono, da questo punto di vista, estendibili al socio di s.r.l. le conclusioni consacrate a livello normativo o desunte in via interpretativa dalla dottrina in relazione alle partecipazioni azionarie, sicchè il quotista potrà recedere³⁹⁵ o esercitare il diritto di opzione rispettivamente per parte delle quote possedute o di nuova emissione, così come imputare i versamenti a liberazione di una porzione delle sue quote, potendo in tale maniera il procedimento di mora e le sanzioni della sospensione del voto e dell'esclusione riguardare solo le quote non liberate³⁹⁶. Il socio potrà, inoltre, esercitare il diritto di voto o intervenire in assemblea per parte delle quote possedute. In merito, poi, ad un esercizio differenziato delle posizioni attive componenti le sue quote, viene in rilievo il tema del voto divergente che, anche per il socio di s.r.l.³⁹⁷ titolare

³⁹⁵ In questo senso in relazione alla s.r.l. PMI vicina al modello azionario M. STELLA RICHTER jr., *Il recesso*, in *Trattato delle società*, t. III, a cura di Donativi, Milano, Utet giuridica, 2022, 1218. In senso contrario C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 1087 il quale afferma che «sebbene l'evoluzione legislativa in tema di s.r.l. PMI possa far ritenere superati alcuni degli argomenti addotti a sostegno della soluzione negativa, quanto meno nell'ipotesi in cui la partecipazione di un socio sia rappresentata da una pluralità di quote, l'argomento principale invocato per escludere la legittimità del recesso parziale, incentrato sul rilievo normalmente riconosciuto alla persona del socio nella struttura organizzativa della s.r.l., mantiene la sua rilevanza. a. Merita, pertanto, di essere tenuta ferma la conclusione per cui, in difetto di una diversa previsione statutaria, il diritto di recesso deve essere esercitato con riguardo all'intera partecipazione».

³⁹⁶ F. GUERRERA, *Mancata esecuzione dei versamenti a seguito di sottoscrizione di un aumento di capitale ed esclusione "parziale" del socio di s.r.l.*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 527

³⁹⁷ In questo senso anche Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.N.9. che ammette il voto divergente sulla base delle criticabili ragioni già esposte e collegate alla ridefinizione del principio di unitarietà della quota come principio collegato alle varie quote di categoria di cui il socio è titolare eventualmente. In base a ciò, nel citato orientamento è affermato che «Qualora ricorra un interesse meritevole di tutela e non si contravvenga ai principi di buona fede e correttezza, si ritiene possibile che un socio titolare di quote di partecipazione di più categorie: a) possa esercitare il diritto di voto

di plurime quote, risulta prospettabile subordinatamente alla ricorrenza delle medesime ragioni oggettive e nel rispetto degli stessi principi di buona fede e correttezza richiamati dalla dottrina in relazione all'azionista di s.p.a.³⁹⁸.

Il risultato raggiunto è esclusivamente "agevolato" dall'utilizzo della tecnica di standardizzazione delle partecipazioni e può, nondimeno, essere conseguito anche nel contesto di una s.r.l. che non adotti l'anzidetto schema partecipativo. Non si condivide l'orientamento decisamente maggioritario della dottrina che ritiene estranei alla s.r.l. quella «serie di problemi, attinenti ad un possibile esercizio diversificato o addirittura divergente delle posizioni attive del socio, che si pongono invece nella s.p.a.»³⁹⁹. Anche là dove l'autonomia statutaria opti per il modello personalistico della quota unica permanente, la sua riferibilità alla persona del socio e l'unitarietà della sua posizione contrattuale non impongono un esercizio necessariamente unitario delle posizioni giuridiche connesse alla quota sociale. Da questo punto di vista, si ritiene che il carattere di unitarietà sia in realtà una "falsa" qualità della partecipazione in s.r.l. nella

attribuito da una categoria in maniera diversa rispetto a quello attribuito da un'altra categoria; b) partecipi alle decisioni dei soci solo con determinate quote di categoria e non con altre. Appare meritevole di tutela l'esercizio del voto divergente ove sia finalizzato a riservarsi il diritto di recesso in relazione alle sole categorie di quote che si reputano penalizzate da una determinata decisione (vedi orientamento I.N.12).» Anche P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., 406 che, esaminando la disciplina inerente alla circolazione intermediata delle quote sociali di cui all'art. 100 *ter tuf*, ritiene superato il principio di unitarietà della quota, giungendo a ritenere che il socio possa essere titolare di distinte quote e, per tale via, anche esercitare il voto divergente.

³⁹⁸ Si rimanda allo studio di P. G. JAEGER, *Il voto divergente*, cit., 32 e ss.; Id., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, III, Torino, 1994, 406 e ss. che tra le varie ipotesi individua quella di un sindacato di voto con vincolo parziale delle azioni. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, Cedam, 2010, 239 che lo ritiene ammissibile nel caso del rappresentante di più azionisti o del soggetto intestatario fiduciariamente di quote, che potranno votare secondo le diverse istruzioni ricevute dai soci rappresentanti o dai fiduciari.

³⁹⁹ M. BIONE, *Le azioni*, cit., 6. In questo senso anche P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452 e 2462 del Codice civile in Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, t. 1, Piccini, Padova, 2010, 5 e ss. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 564 secondo il quale il principio di unitarietà della quota «si riflette (...) nella sua necessaria "coerenza": non consentendo essa, al titolare di una singola quota di partecipazione, di differenziare l'esercizio dei diritti, per quanto diversi, che la compongano, come se invece fosse titolare di quote giuridicamente distinte»

misura in cui esso precluderebbe un esercizio parziale dei diritti sociali in nome di una presunta e necessaria «coerenza»⁴⁰⁰ nell'attuazione del rapporto sociale. Un'esaltazione della valenza unitaria della posizione contrattuale al punto tale da negare un simile esercizio "incoerente" dei diritti sociali sembra, in realtà, porsi in contrasto con il principio della rilevanza centrale della persona del socio, a cui i sostenitori dell'anzidetta tesi si appellano, negando *tout court* l'ammissibilità di vicende che proprio gli interessi del singolo che, di volta in volta, vengono in rilievo possono invece giustificare.

Per rafforzare detto assunto non occorre neanche affermare che il socio in quanto tale è sempre titolare di un'unica posizione contrattuale⁴⁰¹, trattandosi di un'affermazione meramente astratta. Piuttosto dirimente al riguardo è il piano degli interessi che vengono in gioco⁴⁰² e che possono giustificare, a prescindere dall'adozione della tecnica delle partecipazioni-tipo, una modulazione diversa o parziale delle prerogative sociale.

⁴⁰⁰ V. nota precedente.

⁴⁰¹ In questo senso G.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1964, 304 secondo cui «la partecipazione sociale è, per ogni socio, una sola, indipendentemente dal numero delle azioni e dall'entità (o dal numero) delle quote a lui appartenenti»; ID., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 1982, 283. Più di recente, G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2011, 286 che afferma «la posizione del socio nella società è unica e globale, e si riassume nell'entità complessiva del suo possesso azionario: che può quantitativamente mutare in caso di vendite parziali o di accrescimenti, ma che rimane sempre qualitativamente la stessa.» Anche L. MENGONI, *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 428 e ss.

⁴⁰² Negli stessi termini M. CIAN, "Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative in *Giur. comm.*, 2021, 410 che relativamente al tema dell'esercizio dei diritti sociali al cospetto del principio di unitarietà della quota ne propone una risoluzione inerente all'eventuale espressione divergente o parziale caso per caso (in relazione ovviamente ai diritti misurabili) e che si fonda sul criterio dell'«interesse sotteso alla vicenda di volta in volta indagata (...). L'unitarietà viene così fatalmente a cadere come prospettiva dogmatica, per lasciare spazio ad una risposta, potenzialmente modulabile, alle multiformi esigenze (partecipative, organizzative, finanziarie, individuali, di gruppo, lo si vedrà) che si profilano dinanzi a ciascuno degli accadimenti (dal voto al recesso, dal pignoramento all'esclusione) in cui il rapporto partecipativo e la sua attuazione vengono in rilievo.» Su questa scorta l'autore ritiene possibile nella s.r.l. un esercizio parziale del diritto di recesso e di opzione, un esercizio divergente del diritto di voto, un'esclusione o un riscatto parziale del socio – purché giusta e proporzionata- tramite una preventiva scelta statutaria che sia valutata sul piano degli interessi; relativamente al silenzio dell'atto costitutivo, l'autore prospetta una soluzione differenziata a seconda dei singoli diritti e delle vicende ove può rilevare una considerazione parziale/divergente, sempre alla luce del criterio enunciato.

Dirimente, è anche la considerazione secondo cui la partecipazione sociale e i diritti nella stessa racchiusi si collegano sempre e comunque al suo titolare e la circostanza che tale collegamento avvenga prima o dopo la sottoscrizione della stessa e, dunque, all'esito di una suddivisione astratta o individualistica del capitale, non può giustificare una simile diversità di disciplina sul piano organizzativo.

Senz'altro, la standardizzazione apre spazi concettuali che consentono di pervenire più agevolmente ad una simile conclusione e la circostanza che, invece, nella s.r.l., fondata sullo schema tradizionale di quota, manchi una simile spersonalizzazione delle partecipazioni ne complica il raggiungimento. Ad ogni modo, nulla vieta che, anche in questo caso, si possano prospettare vicende analoghe ed il criterio a cui occorrerà attenersi nella loro valutazione è quello riferito degli interessi che di volta in volta vengono in rilievo, unitamente ai generali principi di correttezza e buona fede, a cui dovrà sempre ispirarsi il comportamento del singolo socio. Il prospettato criterio potrebbe sostituire il ricorso alla divisibilità della quota sociale, più volte invocato dalla dottrina⁴⁰³ per

⁴⁰³ Oltre che in relazione agli atti costitutivi di diritti reali di godimento o di garanzia sulla quota sociale o relativamente alle vicende inerenti al sequestro o pignoramento di parte delle quote sociali [In questo senso G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 261; Id., *Sulla divisione delle quote sociali*, in *Riv. soc.*, 1974, 531 e ss. che afferma la divisibilità della quota attraverso la costituzione di pegno, oppure, attraverso la creazione per atto tra vivi di diritti reali di godimento per l'impossibilità di individuare interessi contrari a quello del socio a costituire l'anzidetto diritto anziché sull'intera quota su una parte di essa. Quanto all'espropriazione parziale, l'a. ritiene che nella fattispecie "alienazione" di cui al previgente art. 2482 rientrano anche la vendita e l'assegnazione conseguente ad espropriazione della quota. Ammettono l'espropriazione parziale sulla base della divisibilità della quota anche G. ZANARONE, sub art. 2471, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 671; G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 144 e A. BONSIGNORI, *Espropriazione della quota di società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 1961, 185-186. Più di recente invoca, parimenti, la divisibilità della quota ai fini della costituzione di vincoli giudiziari su una parte della quota Trib. Milano, 23 settembre 2017, annotata in senso critico da F. PLATANIA, *Sequestro conservativo e divisibilità di quota di s.r.l.*, in *Società*, 2018, 580 e ss.], la divisibilità è anche un carattere richiamato dalla dottrina per giustificare il recesso parziale [M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 559 e 565; E.A. BONONI, *Ammissibilità del recesso parziale del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, 2015, 931 e ss.; Trib. Torino, 3 luglio 2017, con nota favorevole di E.A. BONONI, *Validità ed efficacia del recesso parziale in Il nuovo diritto delle società*, 2019, 377; M. STELLA RICHTER JR., *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 301 che infatti esclude il recesso parziale in

superare le difficoltà connesse al noto principio di unitarietà della stessa, e dovrebbe soccorrere non solo in sede di esercizio dell'autonomia statutaria ma anche qualora la stessa, relativamente all'esercizio parziale o divergente delle prerogative giuridiche, taccia⁴⁰⁴.

Tra l'altro, l'andamento attuale della legislazione, che consente con un'espressa previsione normativa di standardizzare le quote sociali spinge l'interprete verso un tale esito interpretativo. La contrapposizione del nuovo carattere di indivisibilità della quota standardizzata a quello tradizionale di divisibilità della quota, tutt'ora caratterizzante le partecipazioni nella s.r.l. chiusa, e le diversità applicative che ne discendono sono giustificabili in ragione della diversa apertura della società verso il pubblico e delle esigenze differenti che sono, per l'appunto, sottese al differente schema di partecipazione sociale. Non può dirsi, invece, lo stesso con riguardo ad un'ipotetica contrapposizione tra il carattere di recente emersione di autonomia delle quote *standard* e quello, tutt'ora propugnato dalla dottrina, di unitarietà della quota codicistica: da questo punto di vista, infatti, le differenti conseguenze organizzative discendenti dalla citata dicotomia non risulterebbero in alcun modo comprensibili alla luce della vocazione finanziaria o meno della società.

1.3. La misura della quota ordinaria e dei diritti sociali

La divisione del capitale sociale in plurime e predeterminate partecipazioni tipo determina, inoltre, una misurazione peculiare della posizione del singolo, così come della quota di partecipazione tramite cui quella posizione è quantificata.

Nella s.r.l. tradizionale la misura della partecipazione assume un ruolo centrale in quanto i diritti sociali sono di regola rapportati proprio ad essa. L'art. 2468, secondo comma c.c. dispone, infatti, che «i diritti sociali spettano ai soci *in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta*» e da ciò la conseguente e comune affermazione secondo cui le quote sono anche qualitativamente diverse, attribuendo ognuna di esse le

presenza di una clausola di indivisibilità] o la mora parziale [Cass. 3 luglio 2019 n. 1185, in *Foro italiano*, 2020, 1241 e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 527 e G. ZANARONE, *sub art. 2466*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 405].

⁴⁰⁴ Parimenti M. CIAN, "Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative in *Giur. comm.*, 2021, 410.

stesse posizioni giuridiche ma in misura differente⁴⁰⁵. La posizione del singolo è, quindi, identificata in funzione dell'entità dell'unica quota di sua spettanza, entità che, fin dall'anonima per quote, si caratterizza per sua variabilità. In sede di atto costitutivo, infatti, la misura della quota di partecipazione è, fatta salva una diversa previsione statutaria, rapportata al valore del conferimento effettuato⁴⁰⁶, per poi essere, nel corso del rapporto sociale, soggetta alle vicende dispositive della stessa. L'unicità della quota sociale e il correlato carattere della divisibilità fanno sì che la partecipazione si dilati o si riduca per effetto delle vicende di cessione, acquisto, aumento o riduzione che di volta in volta la riguardano, determinandone una misurazione quantitativamente variabile nel tempo⁴⁰⁷. Da ciò, la circostanza che l'indicazione della misura delle quote non assume nella s.r.l. rilevanza statutaria, sicché la sua variazione non determina una modificazione dell'atto costitutivo ai sensi dell'art. 2480 c.c. In effetti, nel Codice civile non compare alcun riferimento alla misurazione delle quote sociali, tant'è che quando l'art. 2463 prescrive l'indicazione della quota di partecipazione nell'atto costitutivo di s.r.l. tace in merito alle modalità della sua quantificazione.

⁴⁰⁵ G.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 164 «le quote possono essere tutte diverse l'una dall'altra, e non solo per il loro ammontare (valore nominale), ma anche per il contenuto di posizioni soggettive corrispondenti ad esse»; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, cit., 381; F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo, in capitale in Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, t. II, Milano, Giuffrè, 2020, 1506.

⁴⁰⁶ In ragione della possibilità di prevedere che le partecipazioni dei soci siano determinate anche in misura non proporzionale ai conferimenti, l'art. 2463 impone nell'atto costitutivo un'indicazione separata dalle quote di partecipazione rispetto ai conferimenti di ciascun socio. L'indicazione di tale ultimo elemento ha perso di rilevanza pratica proprio perché la quota di conferimento costituisce ancora misura dei diritti sociali nei limiti in cui essa coincida con la quota di partecipazione. In questo senso G. ZANARONE, *sub art. 2463*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 238 e ss. Sul tema, in generale, dell'assegnazione non proporzionale di partecipazioni si v., a livello monografico, F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2018 e poi M. ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzionalità tra conferimento e quota)* in *Riv. dir. civ.*, 2007, 713 e ss.; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 501.

⁴⁰⁷ In questo senso anche V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Giuffrè, Milano, 2008, 123 e ss. che sottolinea i problemi inerenti a tale variabilità nominale della quota relativamente al suo trasferimento e alle formalità pubblicitarie richieste.

A tale ultimo riguardo, in seguito all'abolizione con la riforma del 2003 della disposizione che prescriveva una misura minima di partecipazione alla società, la dottrina, concorde nel ritenere che sia possibile rappresentare le quote in termini non monetari⁴⁰⁸, discute sul se questa tecnica di misurazione sia l'unica possibile. Secondo un primo orientamento, l'abolizione di una misura monetaria della quota, pari ad un euro o ad un suo multiplo, ne permette oggi la quantificazione anche in forma frazionaria o percentuale, fermo restando la possibilità di esprimere le quote in valore nominale, sicchè si potrebbero avere sia quote con valore nominale che quote senza valore nominale⁴⁰⁹. Altro orientamento, invece, ritiene che sia inopportuno⁴¹⁰ o addirittura precluso⁴¹¹ all'autonomia statutaria indicare le quote in termini monetari, essendone obbligatoria l'espressione in valori percentuali o frazionari alla luce delle disposizioni che regolamentano gli effetti sulle partecipazioni sociali delle operazioni nominali sul capitale sociale (artt. 2481 *ter* e 2482-*quater* c.c.).

⁴⁰⁸ La possibilità pacifica di esprimere le quote in termini percentuali o frazionari viene desunta dalla dottrina sia dal rinvio all'art. 2446 operato dell'art. 2482-*bis*, norma che nella spa consente la riduzione delegata agli amministratori del capitale sociale in presenza di azioni senza valore nominale, sia dall'abolizione del valore nominale minimo di cui all'art. 2747, 2 e 3 comma c.c. Sulla prima norma citata si veda M. SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale nella s.r.l.*, in *RDS*, 2008, 18.

⁴⁰⁹ Ritengono indifferente indicare la quota in valore nominale o meno, al di là delle preferenze per l'una o l'altra tecnica di misurazione da qualche autore manifestata, F. TASSINARI, *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni*, in *Riv. not.*, 2003, 1405; G. ZANARONE, *sub art. 2463, cit.*, sebbene ritenga preferibile l'espressione in percentuale per agevolare le operazioni sul capitale sociale, evitando possibili arrotondamenti (v. sul punto la nota successiva); O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata, cit.*, 126; L.A. BIANCHI, A. FELLER, *art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi L.A., Commentario alla riforma delle società, diretto da Marchetti P.-Bianchi L.A.-Ghezzi I.-Notari M., Milano, 2008, 306 e 314; M. MALTONI, *La partecipazione sociale, cit.*, 200; M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 328.

⁴¹⁰ G. ZANARONE, *sub art. 2481-ter*, in *Della società a responsabilità limitata, artt. 2475-2483* in *Commentario Schlesinger*, t. II, Milano, Giuffrè, 2010, 1596; ID., *sub art. 2482-quater*, in *Della società a responsabilità limitata, artt. 2475-2483* in *Commentario Schlesinger*, t. II, Milano, Giuffrè, 2010, 1752 e ss.; M. MAGLIULO, *La costituzione della società*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale, F. Magliulo, M. Maltoni, F. Tassinari, 2^a ed., 2007, 36.

⁴¹¹ P. REVIGLIONE, *art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario* diretto da Cottino G.-Bonfante G.-Cagnasso O.-Montalenti P., II, Bologna, 2004, 1800 nt. 3; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 435 e ss.; ID., *L'atto costitutivo della società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2009, 604; Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.N.6, *Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote*.

L'imposizione, infatti, dell'immutabilità della quota di partecipazione e dei diritti sociali in caso di aumento o riduzione nominale del capitale sarebbe assicurata, secondo tale tesi, solo mediante una siffatta misurazione, stante l'inevitabile alterazione quantitativa delle stesse in conseguenza delle suddette operazioni là dove rappresentate in termini nominali⁴¹². Resta fermo che l'uno o l'altro orientamento presuppongono che la quota sociale abbia un valore nominale, implicito o esplicito, da intendersi come

⁴¹² G. ZANARONE, *sub art. 2481-ter, cit.* 1596; ID., *sub art. 2482-quater, cit.*, 1752 e ss. il quale, sebbene riferisca le disposizioni citate non al valore della quota in sé e per sé ma al *rapporto aritmetico tra partecipazione e capitale*, sottolinea come detto rapporto potrebbe risultare alterato in caso di espressione delle quote in valore nominale, stante la necessità di provvedere ad un arrotondamento delle partecipazioni risultanti all'esito della riduzione o aumento in ragione della regola che vieta di esprimere il valore delle partecipazioni con più di due numeri decimali. Le norme citate introdurrebbero, dunque, dei limiti alle delibere di aumento o riduzione nominale «i cui effetti siano tali da comportare per uno o più soci un'alterazione della percentuale di partecipazione al capitale», alterazione che invece sarebbe ovviata a monte là dove la quota venisse espressa in frazione aritmetica del capitale sociale. M. MAGLIULO, *La costituzione della società, cit.* 36 che suggerisce l'adozione di quote senza valore nominale in ragione della regola di cui all'art. 3 del D.lgs. 24 giugno 1998 n. 213 che vieta di esprimere la quota con più di due cifre nominali e che potrebbe risultare violata là dove l'ammontare del capitale, a seguito di aumento o riduzione, non sia divisibile per le esatte percentuali di possesso di ciascun socio.

P. REVIGLIONO, *art. 2468, cit.* 1800 nt. 3 secondo cui «l'indicazione della quota in termini di frazione o percentuale rappresenta attualmente non una facoltà ma un obbligo per i soci (...) dal momento che sia l'aumento del capitale mediante passaggio di riserve sia la riduzione del capitale per perdite possono essere considerate operazioni compatibili con il divieto di «modificare» le quote di partecipazione di ciascun socio, alla sola condizione di ritenere che queste ultime non vengano espresse secondo un valore determinato in euro ma appunto secondo una frazione od una percentuale del capitale». Anche M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 435 e ss. il quale ritiene, nel commentare le richiamate norme, che il loro senso complessivo sia quello di una loro sicura compatibilità con l'indicazione della quota in termini frazionari e percentuali e di una loro dubbia compatibilità con l'indicazione della quota in termini di valore nominale. Anche Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.N.6, *Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote*, ove nella massima si legge «gli artt. 2481-ter, comma 2, e 2482-quater c.c. dispongono che le riduzioni per perdite o gli aumenti gratuiti del capitale non possono comportare modifiche qualitative o quantitative delle partecipazioni e dei diritti dei soci, ciò neanche nel caso in cui avvengano per valori nominali indivisibili o incompatibili con una qualche unità di misura predeterminata. Le suddette disposizioni evidenziano, dunque, come nelle s.r.l. le partecipazioni siano unitarie e come le medesime debbano propriamente essere individuate con una frazione o con una percentuale e non con unità di misura predeterminata» (enfasi aggiunta).

rappresentazione numerico-monetaria della parte di capitale rappresentata da ciascuna partecipazione⁴¹³.

Dunque, nella s.r.l. tradizionale la misura della quota sociale, al di là delle discussioni in merito alle modalità della sua espressione, assolve tradizionalmente una funzione organizzativa rinvenibile nel rapporto di continuità sussistente tra *quantum* della partecipazione ed entità dei diritti e poteri di spettanza del singolo. La quantificazione di siffatti diritti è, infatti, commisurato al *quantum* di capitale sociale nominale che quella partecipazione, espressamente o implicitamente, misura, riscontrandosi anche nel contesto della s.r.l. la tipica funzione organizzativa del capitale sociale⁴¹⁴. Così è a dirsi tutt'ora per la s.r.l. che usufruisca dello schema classico della quota ordinaria, unica e divisibile, ove il relativo valore nominale non assolve, invece, l'altra tipica funzione, riscontrabile rispetto alla partecipazione azionaria, di individuazione dell'entità minima del conferimento, così come di determinazione del prezzo minimo di emissione di nuove partecipazioni⁴¹⁵.

⁴¹³ G. ZANARONE, *sub art. 2463*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 242. Anche Comitato notarile del Triveneto, Massima I.I.28., *Partecipazione e valore nominale*, ove in motivazione si precisa che «tanto per le società azionarie quanto per quelle a responsabilità limitata, è stata abolita la sola indicazione esplicita del valore nominale delle azioni o quote, non anche il valore nominale in quanto tale, che continua a sussistere anche se in maniera implicita». Radicale è, invece, la tesi di M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 435 e ss. che prospetta una rappresentazione della quota in termini percentuali o frazionari e soprattutto *autonoma dal capitale sociale*.

⁴¹⁴ M. ONZA, F. CASINI, *Capitale sociale, conferimenti, socio moroso*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, Utet giuridica, Milano, t. II, 2022, 161; E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2007, 151 e ss.; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, 657.

⁴¹⁵ Il tema del valore nominale delle azioni è stato, di recente, attenzionato dagli autori che si sono occupati della legittimità degli aumenti di capitale sotto la parità contabile. Nel trattare tale tema, alcuni di questi autori ritengono che il valore nominale assolve anche una funzione «di vietare che le nuove azioni siano offerte ad un prezzo inferiore, non tanto al loro valore patrimoniale, ma al loro valore nominale», così R. RESTELLI, *Azioni senza indicazione del valore nominale e disciplina del prezzo minimo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2018, 406 e ss. e M. SPOLIDORO, *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, 78 che in virtù del combinato disposto dell'art. 2346 e dell'art. 8.1. della Seconda Direttiva ritiene che il valore nominale costituisca «un limite alla libertà della società di fissare il prezzo di emissione delle azioni ricavato sia dalla disciplina relativa alla copertura del capitale,

Infatti, l'allineamento che originariamente il Codice civile imponeva tra quota di partecipazione e quota di conferimento introduceva una coincidenza necessaria tra prezzo di sottoscrizione della quota e valore nominale della medesima, valore che, d'altro canto, doveva essere quantomeno pari ad un euro (in precedenza mille lire). La corrispondenza tra quota di capitale e quota partecipativa, inoltre, rendeva inutile, in questo tipo sociale, la previsione di una disposizione analoga a quella di cui al previgente art. 2346 c.c. che vietava l'emissione di azioni per somma inferiore al valore nominale, stante l'eliminazione a monte della possibilità di una sottoscrizione sotto la pari delle quote.

La riforma del 2003 ha soppresso tale allineamento, introducendo, inoltre, un principio di libera determinazione dell'entità della quota. Il valore nominale ha, così, perso nella s.r.l. la sua funzione di determinazione della misura minima dell'investimento societario ed è stato, inoltre, privato del compito di individuazione del prezzo minimo di emissione delle quote, stante la previsione della deroga alla regola di proporzionalità tra partecipazione e conferimento nel rispetto della prescrizione di cui all'art. 2464, primo comma c.c. Quest'ultima disposizione, nel contesto della s.r.l. tradizionale, caratterizzata da quote quantitativamente differenti, non può che avere una valenza collettiva funzionale ad assicurare che il prezzo totale delle quote sottoscritte sia almeno pari al valore nominale complessivo delle medesime, ossia al capitale sociale nominale⁴¹⁶. Si ritiene, invece, che la disposizione non possa essere interpretata come atta ad introdurre un divieto di emissione

nell'interesse dei terzi, sia dalla considerazione della posizione degli altri azionisti della società e specialmente di quelli che hanno acquistato azioni prima dell'attuazione dell'aumento.» Anche G. FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2001, 8 che sottolinea che, tra le altre cose, il valore nominale assolve il ruolo di «regolamentazione del prezzo di emissione delle azioni». In relazione al valore nominale dell'azione e della sua funzione di determinazione dell'entità minima dell'investimento C. ANGELICI, *Le azioni, cit.*, 4; ID., *La società per azioni, cit.*, 25 e ss. M. BIONE, *Le azioni, cit.*, 16 secondo cui il valore nominale individua il minimo statutario di partecipazione, vale a dire l'entità minima del conferimento richiesto a ciascun socio e, perciò, della partecipazione al capitale e al rischio d'impresa.

⁴¹⁶ In questo senso G. ZANARONE, *sub art. 2464*, in *Della società a responsabilità limitata, artt. 2462-2474 in Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 281 e nt. 3; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella nuova società a responsabilità limitata, cit.*, 672 secondo il quale è venuta meno «l'esigenza di una verifica, parificabile a quella propria della società per azioni, circa la copertura del valore nominale delle singole quote ed il conseguente rischio di violazione del divieto di emissione sotto la pari»; M. MALTONI, *La partecipazione sociale, cit.*, 205.

sotto la pari con riferimento alle singole quote, stante l'irrelevanza statutaria del valore nominale nel tipo per quote e la conseguenziale variabilità di quel valore da quota a quota. Conferma di tale considerazione si rinviene in quelle opinioni dottrinali che ritengono, nonostante la riformulazione dell'art. 2346 c.c., tutt'ora sussistente un divieto di emissione delle azioni sotto la pari in ragione della prescritta imposizione dell'uguaglianza valoriale delle partecipazioni nella s.p.a., di cui all'art. 2348 c.c.⁴¹⁷

Nel tipo per quote, in effetti, la somma delle quote sottoscritte deve essere pari all'ammontare complessivo del capitale sociale ma l'assenza di un'unità di misura determinata fa sì che le frazioni, ossia le quote, che quel capitale compongono, non siano tra loro eguali e che, dunque, la parità contabile possa individuarsi solo di volta in volta, rapportando le singole partecipazioni al capitale sociale⁴¹⁸. Da ciò l'insussistenza delle problematiche rinvenibili con riferimento alla s.p.a., ove la fissità del valore nominale e la sua uguaglianza per tutte le azioni funge da prezzo minimo di emissione di nuove partecipazioni là dove detto valore sia espresso e, secondo taluni⁴¹⁹, anche là dove corrisponda al quoziente tra numero delle azioni emesse e ammontare del capitale. In questo secondo caso, in particolare, la dottrina discute in merito alla necessità che l'aumento del capitale avvenga rispettando la parità contabile delle azioni *pre-aumento*,

⁴¹⁷ F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, cit., 42 e ss.; D. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003, 66.

⁴¹⁸ Diversamente dalle azioni, ove la parità contabile corrisponde all'*uguale* valore nominale inespresso e desumibile dividendo il capitale sociale per il numero delle partecipazioni emesse, relativamente alle quote di s.r.l. il valore nominale implicito sarà desumibile con riguardo a ciascuna singola partecipazione rapportata al capitale sociale e varierà, per l'appunto, da quota a quota. In relazione a tale concetto riferito alle quote sociali si veda Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.G.33., *Aumento di capitale con prezzo di emissione inferiore al valore nominale implicito*, ove, ammettendosi un aumento con quote offerte ad un prezzo inferiore al loro valore nominale implicito, si vaglia in relazione a tale aumento esclusivamente il rispetto dell'art. 2464, comma 1, c.c., in base al quale il valore dei conferimenti non può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale.

⁴¹⁹ M. SPOLIDORO, *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, cit., 81 ss.; R. RESTELLI, *Azioni senza indicazione del valore nominale e disciplina del prezzo minimo di emissione*, cit., 406 e ss.; M. SEBASTIANELLI, *Aumenti di capitale «iperdiluitivi» e sindacato giudiziale sull'abuso di maggioranza*, in *Giur. comm.*, 2020, 639 e ss. Contra M. NOTARI, *Il problema dei c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, 53; ID., *sub art. 2346 c.c.*, cit., 25 e ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 36 del 19 novembre 2004, Aumento del capitale e azioni senza valore nominale*.

oppure di quelle *post-aumento*⁴²⁰. La diversità di valore o parità contabile da quota a quota, invece, rende inutile detta disamina con riguardo all'emissione di nuove quote, ammesso che non sussiste un'uguaglianza valoriale da rispettare relativamente alle medesime e che il vincolo comunitario circa il valore di emissione minimo della partecipazione rappresentato dal valore nominale di cui all'art. 8.1. della "Direttiva 2012/30/UE del 25 ottobre 2012, nota come «Seconda Direttiva», riguarda le sole s.p.a.⁴²¹.

1.3.1. La misura della quota finanziaria e dei diritti sociali

Con la standardizzazione delle quote sociali il quadro descritto in punto di misurazione della quota sociale e della posizione del suo titolare muta, almeno con riguardo alla s.r.l. che opti per quote c.d. finanziarie.

Anzitutto, la divisione del capitale sociale in plurime e predeterminate partecipazioni tipo impone di declinare diversamente il principio di proporzionalità sul piano dei diritti sociali di cui all'art. 2468, secondo comma c.c. e, soprattutto, di considerarlo unitamente al principio di "uguaglianza" qualitativa e quantitativa delle singole quote. In tale contesto, essendo le situazioni giuridiche sociali condensate in via astratta e preventiva in un numero determinato di partecipazioni tipo, la posizione del singolo in società risulterà, con particolare riguardo ai diritti che

⁴²⁰ Com'è risaputo, il dibattito dottrinale è stato alimentato dalla prassi delle società quotate inerente alle operazioni di aumento iperdiluitivi e ha ricevuto anche l'attenzione del regolatore finanziario. Infatti, tali aumenti sono stati regolamentati dalla Consob basandosi sul c.d. modello *rolling*, che, a garanzia della regolarità delle negoziazioni di borsa dei titoli degli emittenti quotati nel corso di un aumento di questo tipo, consente agli investitori di esercitare i diritti d'opzione e ricevere i titoli sottoscritti senza attendere il termine del periodo d'offerta. Nell'adozione di questa regolamentazione, l'Autorità ha tenuto conto delle posizioni dottrinali contrarie all'ammissibilità *de jure condito* degli aumenti «sotto la parità contabile» ma ha, per vero, concluso nel senso che «poiché la questione sopra illustrata è estranea all'oggetto della consultazione avviata dalla Consob, che mira esclusivamente a regolamentare le modalità operative relative agli aumenti di capitale (con diritto di opzione) delle società quotate, non si ritiene di assumere una posizione in ordine alle differenti interpretazioni proposte dalla dottrina» (cfr. il documento Esiti della consultazione del 28 aprile 2016, 22, reperibile su www.consob.it/documents/46180/46181/esiti_cons_20160428.pdf/c72a0c0e-5e42-4dec-8c3d-5fd1dd3e5584). Sul tema si rimanda al fascicolo, interamente dedicato al tema, di *Analisi giur. econ.*, intitolato *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Una nuova era del «Finanzkapital»?*, a cura di L. A. Bianchi, P. Gualtieri e M. Notari, 1/2017.

⁴²¹ F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, cit., 37.

richiedono di essere quantitativamente determinati, non già dalla frazione variabile del capitale sociale che la quota unica rappresenta ma dalla somma algebrica delle plurime quote quantitativamente uguali in suo possesso. Anche in tale caso i diritti sociali saranno proporzionali alla partecipazione sociale ma la misura complessiva della stessa e delle prerogative in essa racchiuse viene ottenuta dal computo del numero di quote possedute, a loro volta assegnate, salva diversa previsione statutaria, in ragione del conferimento versato.

L'uguaglianza valoriale delle quote che compongono la partecipazione sociale individuale porta con sé, dunque, una peculiare tecnica di misurazione dei diritti sociali che è del tutto assimilabile a quella azionaria. Da questo punto di vista, però, si rileva che il fungere la quota da *misura* o *unità di misura* dei diritti sociali, a seconda della sua standardizzazione o meno, non incide poi nel concreto sull'esercizio o sul contenuto dei medesimi. Per quanto la quantificazione delle situazioni giuridiche risulti agevolata tramite l'adozione dello schema della quota plurima e standardizzata⁴²², nella sostanza nulla cambia tra pesare o contare i diritti⁴²³. Rilevante è, da questo punto di vista, l'opinione di quegli

⁴²² È indubitabile che l'utilizzo di un'unità di misura predeterminata faciliti la misurazione dei diritti sociali, com'è tra l'altro testimoniano dalla storia della disciplina della s.r.l. Il codice del 1942 prevedeva, con una disposizione poi abrogata, che le quote dovessero avere un valore nominale minimo di mille lire (previgente art. 2474, 2 comma c.c.) e a detta misura ancorava l'attribuzione di un diritto di voto (art. 2485 che disponeva «Ogni socio ha diritto ad almeno un voto nell'assemblea. Se la quota è multipla di lire mille, il socio ha diritto ad un voto per ogni mille lire.») Le mille lire, nel contesto normativo di allora, equivalevano in sostanza ad un'unità di misura predeterminata che, come l'azione, facilitava il calcolo e la misurazione dei diritti sociali e, in particolare, del diritto di voto.

⁴²³ In questo senso N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 891 che si esprime nei seguenti termini «misurare le partecipazioni in modo che le stesse possano essere contate, piuttosto che pesate, non sembra minimamente in grado di alterare il contenuto dei diritti partecipativi o le modalità del relativo esercizio, almeno fintanto che non si ponga altra premessa al discorso portato avanti dalla dottrina prevalente e si sostenga che quella azionaria non rappresenta solo una tecnica di misurazione delle partecipazioni, ma consente una effettiva parcellizzazione delle stesse, che conferisce loro piena autonomia giuridica». Anche M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 828 che ritiene possibile fissare in via statutaria, relativamente alla s.r.l. ordinaria, un metodo di computo dei diritti spettanti al socio, parametrato sull'unità convenzionalmente fissata, ritenendo che «si tratterebbe di un metodo equivalente a quelli fondati sulla misura del capitale rappresentato dalla quota, in valore assoluto, o sulla percentuale del capitale espresso dalla medesima».

autori che, anche relativamente alle s.r.l. che si avvalgano delle deroghe al diritto societario previste dalle recenti riforme, in tanto ammettono un superamento dell'unitarietà della quota sociale in quanto l'eventuale standardizzazione risulti esclusivamente funzionale a fissare un diverso metodo di computo dei diritti sociali, senza rendere le singole quote giuridicamente autonome⁴²⁴.

Dal punto di vista, poi, della misurazione della quota in sé e per sé, la sua standardizzazione impone senz'altro il superamento del tradizionale requisito della variabilità quantitativa delle quote che, fin dalle prime discussioni dottrinali risalenti all'anonima per quote, risultava essere un tratto affatto peculiare della partecipazione sociale in s.r.l. e tale da differenziarla rispetto alla partecipazione azionaria. La classe di quote appartenenti, dunque, all'aliquota di capitale che si intende standardizzare dovranno tutte avere il medesimo valore, sicché la quota da frazione variabile del capitale sociale diviene una frazione di importo fisso.

La suddivisione del capitale sociale in plurime e predeterminate unità partecipative rende opportuna la loro rappresentazione in valore nominale. Al pari delle quote civilistiche, la partecipazione individuale complessiva del singolo potrà essere indicata in termini percentuali o frazionari, fermo restando che le singole quote che quella partecipazione compongono dovranno, invece, esprimersi in valore monetario. Per quanto, infatti, la standardizzazione delle partecipazioni sia raggiungibile anche prescindendo da una tale rappresentazione⁴²⁵, l'introduzione, per

⁴²⁴ C.A. BUSI, *La nuova s.r.l. PMI alla luce dei recenti orientamenti notarili*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 7-8, 2019,14 secondo il quale anche in seguito alle riforme la standardizzazione sarebbe possibile solo come regola introduttiva di un metodo di computo dei diritti sociali, mentre sarebbe inammissibile una standardizzazione fine a sé stessa. Anche M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 560 il quale sottolinea che nulla impedisce che il calcolo dei diritti sociali possa svilupparsi assumendo come un'unità di misura una base numeraria, proprio come se ai fini di quel calcolo le partecipazioni fossero scomponibili, fermo restando la rilevanza sempre unitaria della posizione contrattuale del socio e dell'esercizio dei diritti che da essa discendono.

⁴²⁵ In questo senso molto chiaramente G. FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, cit., 5 secondo cui «il valore nominale delle azioni non è certo un connotato necessario delle società azionarie (...) ciò che può apprezzarsi come carattere tipologico essenziale è la predisposizione di unità standardizzate di partecipazione all'iniziativa collettiva» (enfasi aggiunta). M. NOTARI, *sub Art. 2346. Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 15 e ss. ove alcuni riferimenti ad ordinamenti ove si hanno azioni che prescindono dal valore nominale. Anche P. SPADA, M. SCIUTO,

effetto della Legge Capitali, all'art. 26 del d.l. n. 179 del 2012 del comma 2 *bis* che discorre di quote «eguale valore e conferenti eguali diritti» in maniera del tutto coincidente con la previsione di cui all'art. 2348, primo comma c.c., induce a ritenere che le quote standardizzate, al pari delle azioni, dovranno essere misurate in valore nominale. Questa conclusione è rafforzata dalla circostanza che, come sopra riferito, la quota "tradizionale" rappresenta una frazione, per quanto variabile, del capitale sociale, sicché anch'essa risulta sempre avere un valore nominale (espresso o inespresso). In relazione, però, alle quote standardizzate e diversamente da quelle ordinarie, il valore nominale assumerà rilevanza statutaria, al pari di quanto accade per le partecipazioni azionarie, e una sua modificazione dovrà sempre transitare per una modifica assembleare dello statuto ai sensi dell'art. 2480 c.c. La misura monetaria della quota, stante la sua cristallizzazione statutaria, assolverà le medesime funzioni, proprie delle azioni nominali, inerenti alla determinazione della misura minima del conferimento richiesto, stante la necessaria uguaglianza del valore nominale delle quote standardizzate, passibile di modificazione solo a fronte di una manipolazione dello statuto.

La conclusione raggiunta in ordine alla necessità per le quote c.d. finanziarie di indicare il valore nominale non è ostacolata dalle disposizioni richiamate in tema di operazioni nominali sul capitale sociale. Senz'altro, le citate norme sottendono una visione personalistica della partecipazione sociale, intesa per l'appunto come unica per ciascun titolare. Ciò, infatti, giustifica l'assenza di un'analogia disposizione nel contesto delle società per azioni, ove assistiamo ad una spersonalizzazione della partecipazione ovvero ad un predominio dell'*intuitus rei* su quello *personae*. Ad ogni modo, la *ratio* di fondo della disposizione è rinvenuta nell'esigenza di evitare che gli equilibri o i rapporti di forza sussistenti tra i soci non vengano alterati in conseguenza delle citate operazioni sul capitale sociale. Dette norme, infatti, piuttosto che inerire alla misura della partecipazione in sé e per sé⁴²⁶, hanno riguardo al rapporto di proporzionalità tra partecipazione e capitale sociale di cui impongono una

Il tipo della società per azioni, cit., 37 secondo i quali «il valore nominale dell'azione è inessenziale alla stessa», come la comparazione giuridica testimonia.

⁴²⁶ In questo senso sembra esprimersi M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, cit.*, 435 nel momento in cui evidenzia che l'espressione della quota in termini monetari (e la sua unicità) fanno sì che la stessa non possa che accrescersi nella sua misura monetaria in conseguenza di un'operazione di aumento nominale, violando la disposizione di cui all'art. 2481 *ter* c.c. secondo cui «la quota di partecipazione di ciascun socio resta immutata»

conservazione all'esito delle anzidette modifiche del capitale per tutti i soci, in omaggio al principio di parità di trattamento tra i medesimi⁴²⁷. L'invarianza della quota partecipativa, intesa in questi termini e cioè come rapporto aritmetico fra partecipazione e capitale, è per vero assicurata anche a fronte della sua espressione in valore nominale, sia essa una quota standardizzata o tradizionale, ed è, tra l'altro, secondo una certa dottrina⁴²⁸, principio derogabile all'unanimità o, comunque, con il consenso dei soci pregiudicati. Infatti, relativamente ad una quota ordinaria espressa in termini nominali, la proporzionalità viene ugualmente garantita. Là dove, difatti, il risultato della proporzione dia dei numeri decimali periodici, non si pone alcun problema di violazione del divieto di fissare il valore nominale delle azioni o quote con un numero di decimali superiori a due di cui all'art. 17 del D.lgs. n. 213 del 1998, stante la riferibilità di quest'ultimo esclusivamente alle società preesistenti

⁴²⁷ Molto chiaramente G. ZANARONE, *sub art. 2481-ter, cit.* 1596; ID., *sub art. 2482-quater, cit.*, 1752 e ss. e M. SPERANZIN, *L'aumento del capitale sociale*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzin, Cedam, Padova, 2012, 491 secondo cui la norma in tema di aumento nominale stabilisce che non vi possa essere un'alterazione della percentuale di partecipazione anteriore all'aumento, fermo restando l'inevitabile accrescimento del valore nominale o della frazione aritmetica delle partecipazioni dei soci. G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale* in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, t. II, Milano, Giuffrè, 2020, 1592 secondo cui «la regola dell'immutabilità delle partecipazioni è corretta con riferimento al loro valore percentuale, non ovviamente al loro valore nominale che è destinato a mutare.» Anche D. GALLETTI, *sub art. 2482 quater*, in *Codice commentato della s.r.l.*, diretto da Benazzo P-Patriarca S., Torino, 2006, 510 secondo cui la norma commentata starebbe solo a significare che le operazioni sul capitale non possono essere condotte in modo da alterare i rapporti reciproci tra soci. G. DE MARCHI, A. SANTUS, L. STUCCHI, *sub art. 2481 ter*, in *Società a responsabilità limitata, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 1235; G. PINNA, *sub art. 2481 ter* in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 2102; ID., *sub art. 2482-quater*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 2130 secondo cui le norme in parola mirano ad evitare che gli equilibri e i rapporti facenti capo ai soci possano subire modifiche o alterazioni in conseguenza di operazioni di riduzione o aumento nominale del capitale; N. DE LUCA, *La riduzione del capitale* in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzin, Cedam, Padova, 2012, 530 che individua la ratio della norma in tema di riduzione nell'esigenza di impedire che possano essere deliberate riduzioni da cui derivi una riduzione del valore nominale delle quote in misura non proporzionale alla partecipazione al capitale se non tramite unanimità dei soci o la previsione di quote privilegiate nell'incidenza delle perdite.

⁴²⁸ In questo senso F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione, cit.*, 2022, 153 e G. DE MARCHI, A. SANTUS, L. STUCCHI, *sub art. 2481 ter, cit.*, 1236.

all'adozione della moneta unica⁴²⁹. Relativamente, poi, alle quote standardizzate espresse in valori nominali, l'adozione di un assetto parazionario consentirebbe di eseguire le operazioni nominali di aumento o riduzione, evitando una diluizione delle partecipazioni sociali, non solo mediante una modificazione del valore nominale delle quote, come avviene per la s.r.l. con struttura partecipativa tradizionale, ma anche tramite l'emissione e l'assegnazione proporzionale di nuove partecipazioni⁴³⁰. In tale contesto, le molteplici modalità esecutive delle operazioni sul capitale sociale riducono significativamente i rischi di annacquamento delle partecipazioni sociali, garantendo in un modo o nell'altro, nel rispetto del principio dell'invarianza della quota di partecipazione, il mantenimento dei pregressi equilibri di potere tra i soci.

1.3.1.1. Quote standardizzate con valore nominale implicito

⁴²⁹ M. NOTARI, *sub Art. 2346. Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 14. Contra G. ZANARONE, *sub art. 2481-ter, cit.* 1596; ID., *sub art. 2482-quater, cit.*, 1752 e M. MAGLIULO, *La costituzione della società, cit.*, 36 i quali ritengono operante il divieto anche per le società di nuova costituzione.

⁴³⁰ In senso contrario, invece, Comitato notarile del Triveneto, Orientamento I.N.6, *Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote, cit.*, ove in massima viene riferito che « gli artt. 2481-ter, comma 2, e 2482-quater c.c. dispongono che le riduzioni per perdite o gli aumenti gratuiti del capitale non possono comportare modifiche qualitative o quantitative delle partecipazioni e dei diritti dei soci, ciò neanche nel caso in cui avvengano per valori nominali indivisibili o incompatibili con una qualche unità di misura predeterminata. » In motivazione viene anche sottolineata l'incompatibilità della suddivisione del capitale in partecipazioni-tipo rispetto alla previsione di cui all'art. 2481 bis che riconosce il diritto alla sottoscrizione degli aumenti di capitale «in proporzione alla propria quota di partecipazione, dunque senza arrotondamenti. Come potrebbe riconoscersi tale diritto se lo statuto suddividesse le partecipazioni in un numero predeterminato ripartito tra i soci in misura tale da non consentire una esatta proporzione con il numero delle quote di nuova emissione? Si pensi ad una società Alfa srl, con capitale di 10.000 euro suddiviso in 1.000 quote di partecipazione, che deliberi di aumentare il proprio capitale di 1.000 euro mediante emissione di nuove 100 quote da offrire in sottoscrizione ai soci ai sensi dell'art. 2481-bis, comma 1, c.c., dunque nel rapporto di 1 nuova quota ogni 10 possedute. In tale esempio se il socio Tizio fosse titolare di 9 quote quante ne potrà sottoscrivere? una porzione indivisa di 9/10 di una quota intera o non gli dovrebbe essere riconosciuto alcun diritto di sottoscrizione? E se il socio Caio fosse titolare di 221 quote?»

Il pericolo di diluizione delle partecipazioni può essere, tra l'altro, affrontato e gestito anche tramite l'emissione, al pari di quanto avviene per la s.p.a., di quote standardizzate senza indicazione del valore nominale⁴³¹, fermo restando che anche in tali casi non si esclude completamente la creazione di sperequazioni tra i soci assimilabili ai c.d. resti.

Si ritiene che l'uguaglianza delle quote consenta di omettere l'indicazione del loro valore nominale, ben potendo lo statuto limitarsi ad indicare la cifra di capitale sociale e il numero delle quote standardizzate, elementi da cui sarà pur sempre possibile desumere il valore nominale delle singole partecipazioni. In assenza, infatti, di una disposizione che imponga nella s.r.l. l'indicazione statutaria della misura della quota sociale, può ritenersi senz'altro possibile omettere un tale riferimento, così come consentito per le quote ordinarie, fermo restando che la partecipazione continuerà a costituire un'identica frazione del capitale sociale, la cui concreta entità sarà desumibile dividendo il capitale per il numero delle quote *standard* emesse⁴³². A fronte, dunque, di una standardizzazione delle quote sociali, la previsione statutaria del relativo valore nominale corrisponde ad una scelta organizzativa rimessa all'autonomia negoziale dei soci rispondente ad un apprezzabile interesse che, in quanto tale, va garantito anche nel contesto della s.r.l. riformata, prescindendo da un'espressa previsione normativa. Al pari di quanto accade nella società per azioni⁴³³, si ritiene che il passaggio da quote con valore nominale a quota prive espressamente di detto valore, costituisca una modifica organizzativa neutra sul piano dei diritti sociali che, in quanto tale, non deve necessariamente essere assunta con deliberazione assembleare, stante la rilevante circostanza che, nell'uno come nell'altro caso, le quote continuano a rappresentare la medesima ed identica frazione

⁴³¹ Il riferimento è alle quote con valore nominale implicito o inespresso o, anche definite, mutuando le definizioni espresse con riferimento alle azioni, quote senza valore nominale improprie. Diverse dall'anzidette partecipazioni, rispetto alle quali il valore nominale è comunque desumibile, si hanno poi le partecipazioni senza valore nominale c.d. improprie e corrispondenti alle *no par stocks* rispetto alle quali viene meno qualsiasi collegamento tra le stesse e il capitale sociale. Su tale distinzione v. M. NOTARI, *sub Art. 2346, cit.*, 16; G. FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni, cit.*, 4 e ss.; CNN, *Studio di impresa n. 10-2010, Ipotesi applicative di azioni senza valore nominale* su www.notariato.it;

⁴³² In questo senso anche il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 205* del 25 ottobre 2022, *Quote standardizzate senza indicazione del valore nominale nelle s.r.l. PMI*.

⁴³³ M. NOTARI, *sub Art. 2346, cit.*, 19.

di capitale sociale, sicchè non si tratterebbe di una decisione sociale corrispondente a quella di cui all'art. 2479, 1° comma n. 5) c.c.

Come già sottolineato, anche le quote ordinarie sono misurabili senza indicazione del valore nominale. Diversamente, però, da queste ultime, nel caso di quote standardizzate la loro misura espressa manca *tout court* e non è sostituita da una loro quantificazione frazionaria o percentuale ed esse, a differenza delle quote ordinarie, sottostanno comunque ad un'unità di misura determinabile tenendo conto del loro numero complessivo e dell'ammontare del capitale sociale. Diversamente, inoltre, dalle quote civilistiche rappresentate in termini percentuali o frazionari, la standardizzazione delle quote, unitamente alla mancata espressione del valore nominale, consente il realizzarsi di tutte quelle operazioni che la dottrina e la prassi ammettono per la s.p.a. che abbia emesso azioni senza valore nominale.

La mancata indicazione del valore nominale potrà, dunque, agevolare l'esecuzione di operazioni sul capitale sociale⁴³⁴, anche considerando che in tal caso non sussiste l'inconveniente, riscontrato rispetto ai titoli azionari⁴³⁵, del loro necessario ritiro per modificare la cifra del capitale sociale o del numero di quote emesse; renderà possibile procedere all'emissione di nuove quote o alla loro conversione, senza deliberare un contestuale aumento del capitale sociale⁴³⁶, oltretutto semplificare l'esecuzione di operazioni di fusione o scissione⁴³⁷.

⁴³⁴ Per un'esplicazione delle semplificazioni connesse all'assenza di valore nominale in caso di operazioni sul capitale si veda G. FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, cit., 95 e ss. e CNN, *Studio di impresa n. 10-2010, Ipotesi applicative di azioni senza valore nominale*.

⁴³⁵ In questo senso G. LA SALA, *sub art. 2346, co. 1, 2 e 3, cit.*, 417; L. GENGHINI, P. SIMONETTI, *Le società di capitali e le cooperative*, Cedam, Padova, 2022, 206 e M. NOTARI, *sub Art. 2346, cit.*, 22 e ss.

⁴³⁶ Si ritiene estendibile alla s.r.l. la seguente massima, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 169 del 7 novembre 2017, Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento del capitale sociale* ove si rileva l'eventuale «insussistenza di una necessaria relazione tra la modifica del numero delle azioni (...) e l'importo della variazione del capitale sociale» renderebbe «legittime le deliberazioni di modifica dello statuto in virtù delle quali vengono emesse nuove azioni senza corrispondente aumento del capitale sociale».

⁴³⁷ Il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 205, cit.*, richiama una serie di suoi orientamenti inerenti alle azioni senza valore nominale, così affermando «si pensi alle fattispecie analizzate dalla dottrina (e in parte anche da questa Commissione) nelle quali è possibile operare modificando solo il numero di "pezzi" in cui è diviso il capitale

A fronte di un assetto partecipativo caratterizzato da quote con valore nominale implicito, sarà inoltre estendibile alla s.r.l. il dibattito, sopra riferito, inerente alla legittimità dei c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile ove, per l'appunto, le azioni di nuova emissione vengono sottoscritte ad un prezzo inferiore al valore nominale inespresso delle partecipazioni preesistenti⁴³⁸. Per quanto, infatti, la regola di matrice euro-unitaria di cui all'art. 8.1 della «Seconda Direttiva», sia riferita alle società per azioni, l'adozione di una struttura partecipativa para-azionaria e, in particolare, l'uguaglianza di valore nominale di tutte le quote induce a vagliare la riferibilità anche alla s.r.l. delle preoccupazioni che la dottrina ha sottolineato in merito a tali operazioni nel contesto della s.p.a. Il pericolo di diluizione delle partecipazioni derivante dall'anzidette operazioni che, secondo una certa dottrina⁴³⁹, sollecita un'interpretazione della previsione di cui all'art. 2346, 5° comma estesa anche alla considerazione delle *singole partecipazioni* e della loro copertura mediante il singolo conferimento, è nella s.r.l. affidato allo strumento del c.d. diritto di sottoscrizione. La tutela avverso le modificazioni del valore delle partecipazioni dei vecchi quotisti nella s.r.l. è assicurata dall'anzidetto diritto, il quale si caratterizza per una maggiore rigidità disciplinare rispetto all'analogo diritto di opzione degli azionisti, testimoniata dal fatto che la sua esclusione o limitazione transita necessariamente per un'espressa clausola statutaria. Potrebbe, probabilmente, ritenersi che i rischi di sperequazione tra i soci connessi ad un aumento di capitale sotto la pari siano già sufficientemente tenuti a bada nel contesto regolamentare del tipo per quote, stante l'irrobustimento normativo del diritto di sottoscrizione, unitamente alla tendenza

sociale, senza alterare il valore nominale del medesimo: si vedano in tal senso, per rinviare solo ad alcuni spunti, gli orientamenti di questa Commissione espressi nelle massime 37 (Annullamento di azioni proprie senza riduzione del capitale sociale), 146 (Riserva negativa azioni proprie: effetti in caso di annullamento delle azioni proprie), 169 (Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento del capitale sociale), 170 (Aumento del capitale sociale con "earn out" e "bonus shares") e 190 (Azioni e quote «auto-estinguibili»), le cui considerazioni e conclusioni possono qui essere trasposte, *mutatis mutandis*.»

⁴³⁸ M. SPOLIDORO, *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, cit., 81 ss.; R. RESTELLI, *Azioni senza indicazione del valore nominale e disciplina del prezzo minimo di emissione*, cit., 406 e ss.; M. SEBASTIANELLI, *Aumenti di capitale «iperdiluitivi» e sindacato giudiziale sull'abuso di maggioranza*, in *Giur. comm.*, 2020, 639 e ss. F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, cit., 42 e ss.

dottrinale⁴⁴⁰ e giurisprudenziale⁴⁴¹ a riconoscerne la libera cedibilità da parte del suo titolare e alla previsione del diritto di recesso in favore dei soci dissenzienti. L'apparato degli strumenti cautelativi è di una ricchezza tale da indurre a dubitare dell'occorrenza di un'ulteriore tecnica di tutela dell'interesse dei soci al mantenimento delle reciproche partecipazioni, quale appunto quella del divieto di emissione delle singole quote sotto la pari. A meno che la disciplina dell'aumento reale non subisca degli adattamenti interpretativi funzionali ad espungere dalla medesima i tratti tipicamente personalistici che pervadono l'intero quadro normativo della s.r.l. e che stonano relativamente ad una società aperta, deve ritenersi che l'orientamento portato avanti dalla nota Massima n. 36 del Consiglio notarile di Milano⁴⁴² possa trovare piena applicazione nel caso in cui la

⁴⁴⁰ G. DE MARCHI, A. SANTUS, L. STUCCHI, *sub art. 2481 bis*, in *Società a responsabilità limitata, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 1182. Anche M. SPOLIDORO, *L'aumento di capitale nella società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2008, 482 e G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale in Le società a responsabilità limitata, cit.*, 1580.

Per l'inalienabilità del diritto di sottoscrizione, salva diversa previsione dello statuto, C. BUSI, *S.p.a.-S.r.l. operazioni sul capitale*, Milano, 2004, 338; G. PINNA, *sub art. 2481 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 2102, 2085; G. INANNELLO, *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario Lo Cascio*, Milano, 2003, 290 e ss.

⁴⁴¹ Cass. n. 9460, 9 aprile 2021, in *Banca borsa tit. cred.*, con nota di G. FAUCEGLIA, *La caratterizzazione personalistica della società a responsabilità limitata e l'ipotesi di cessione ai terzi del diritto di sottoscrizione delle quote di nuova emissione*, 10 e ss. e O. CAGNASSO, *Cessione del diritto di sottoscrizione dell'aumento di capitale di S.r.l.*, in *Società*, 2021, 786 ss, ove si afferma «In seguito all'aumento del capitale sociale a pagamento di una s.r.l., il socio può cedere a terzi il proprio diritto di sottoscrizione delle quote di nuova emissione, purché l'atto costitutivo non preveda limiti alla libera trasferibilità delle partecipazioni. Il carattere "personalistico" della società a responsabilità limitata, infatti, deve essere interpretato in "senso debole", in quanto posto a tutela della misura della partecipazione del singolo socio rispetto agli altri e non della aprioristica "chiusura" della società rispetto all'ingresso di nuovi soggetti nella compagine sociale». La Cass., in particolare, fa leva su una visione "debole" del diritto di sottoscrizione tale da garantire esclusivamente l'invariabilità delle partecipazioni singolari, senza al contempo assicurare l'immutabilità della compagine sociale, visione accolta da G. ZANARONE, *sub art. 2481 bis*, in *Della società a responsabilità limitata, artt. 2475-2483 in Commentario Schlesinger*, t. II, Milano, Giuffrè, 2010, 1537. Intende, invece, il diritto di sottoscrizione in senso forte G. PINNA, *sub art. 2481 bis, cit.*, 2085 e ss. e C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali, cit.*, 92.

⁴⁴² CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 36 del 19 novembre 2004, Aumento del capitale e azioni senza valore nominale*, secondo cui «In caso di aumento di capitale sociale

società abbia emesso quote senza valore nominale⁴⁴³. Ciò risulta tanto più condivisibile, allorquando si approvi l'opinione, di seguito riferita, in merito alla possibilità di emettere categorie di partecipazioni caratterizzate da una diversità di valore nominale nel rispetto della regola di cui all'art. 2464, 1° comma c.c. a garanzia dell'effettività del capitale sociale.

2. La convivenza di quote ordinarie e quote finanziarie e la diversità di valore nominale delle singole quote

La mancanza nel contesto della s.r.l. innovata di una disposizione analoga all'art. 2346, secondo comma c.c. che impone, relativamente alle azioni, l'uguaglianza del valore nominale di tutte le partecipazioni, induce ad interrogarsi in merito all'applicazione analogica di siffatta disposizione anche alla s.r.l. che opti per quote standardizzate.

A tale riguardo, si ritiene che nulla imponga l'adozione di un assetto partecipativo interamente standardizzato, ben potendo di converso le quote con una morfologia classica convivere con quote para-azionarie⁴⁴⁴.

a pagamento, da parte di una s.p.a. con azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in misura almeno pari alla "parità contabile" delle azioni di nuova emissione (ossia pari all'aumento di capitale diviso il numero delle azioni di nuova emissione), in modo tale che l'ammontare dei nuovi conferimenti sia complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale. È d'altro canto legittima, sempre in sede di aumento del capitale sociale a pagamento da parte di una s.p.a. con azioni prive del valore nominale, l'emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla "parità contabile" delle azioni esistenti al momento dell'assunzione della deliberazione di aumento (ossia pari al capitale sociale ante aumento, diviso per il numero delle azioni ante aumento), fermo restando che l'ammontare dei nuovi conferimenti deve essere complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale.»

⁴⁴³ Il tema, in quanto tale, meriterebbe delle considerazioni ulteriori ma esso, in quanto tale, esula dalla presente trattazione.

⁴⁴⁴ Questa è l'opinione decisamente prevalente della dottrina, qui condivisa. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 171/2018, cit.*, ove si rileva che «Le quote di categoria possono appartenere a uno o più soci e possono coesistere sia con la presenza di partecipazioni individuali sia con la presenza di altre categorie di quote. Il medesimo soggetto può essere contemporaneamente titolare di una partecipazione individuale e di una o più quote di una o più categorie». Potranno coesistere nella stessa società «quote oggettivate e categorizzate unitamente a quote per così dire ordinarie, così come potranno coesistere diritti speciali spettanti direttamente a singoli soci e categorie di quote dotate di diritti diversi», così S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, 549 ss. Anche M. MALTONI, P. SPADA,

La standardizzazione è una tecnica di configurazione della partecipazione sociale, la cui adozione è fortemente opportuna in funzione della diffusione presso il pubblico di quelle partecipazioni e dell'accrescimento delle risorse finanziarie acquisite tramite le stesse. In altri termini, un'offerta al pubblico di quote sociali sarà più efficace allorquando abbia ad oggetto partecipazioni congegnate in modo tale da propiziare la provvista di capitale di rischio presso un'indistinta platea di investitori anonimi. Ciò nonostante, ai fini dell'offerta al pubblico delle quote sui portali di *crowdfunding*, come già rivelato, la suddivisione del rapporto sociale in unità tipo non è prettamente necessaria. Essa, però, diviene un obbligo là dove la società intenda accedere al regime di dematerializzazione facoltativa e, per il suo tramite, ai mercati secondari⁴⁴⁵, per le esigenze tecniche connesse al sistema di gestione accentrata. Potrà, dunque, essere possibile che la struttura partecipativa di una s.r.l. si caratterizzi per la convivenza di quote di diversa configurazione, considerando che, per l'appunto, la standardizzazione è imposta soltanto per l'accesso a determinati mercati, primari o secondari. La coesistenza di differenti partecipazioni potrà, inoltre, giustificarsi considerando l'ipotesi, tutt'altro che rara, di una società che decida di aprirsi ai mercati in un momento successivo alla sua costituzione, quando ha raggiunto requisiti

L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata, in *Riv. not.*, 2013, 1113 ss., che rilevano l'assenza di ostacoli testuali all'inserimento nell'atto costitutivo di una clausola che limiti la categorizzazione solo ad una parte del capitale sociale. Secondo una certa dottrina tale convivenza si rende necessaria per assicurare un'identità tipologica alla s.r.l. PMI che emetta categorie di quote, le quali non potranno riguardare l'intero capitale sociale, rendendosi necessario mantenere almeno una quota ordinaria dotata dei tradizionali diritti di controllo e gestione del socio di s.r.l. L'opinione è di M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema.*, cit., 841 e ss. ed è condivisa da diversi autori, tra cui, M. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote di s.r.l. PMI*, cit., 1507; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1525 e D. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, 498 e S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 220.

⁴⁴⁵ L'accesso ai mercati di crescita, in particolare, richiede che gli strumenti finanziari siano dematerializzati. Si veda il Regolamento Emittenti dell'unico mercato di crescita italiano, "Euronext Growth Milan", denominato "AIM Italia - Mercato alternativo del capitale" ove, al par. 32, rubricato "Negoziabilità degli strumenti finanziari" si dispone «L'emittente Euronext Growth Milan deve garantire che gli strumenti finanziari Euronext Growth Milan siano liberamente negoziabili. Possono essere ammessi solo strumenti finanziari sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati.»

dimensionali tali da consentirle di supportare i costi che sono normalmente connessi all'entrata nei canali finanziari e che delibererà, in funzione di questo obiettivo, un aumento di capitale a pagamento con quote strutturate in aderenza all'anzidetta apertura e collocate sui mercati primari.

In terzo luogo, questa struttura partecipativa composita consente alla s.r.l. di sfruttare le opportunità connesse alla duplicità di fattispecie partecipative, soddisfacendo le esigenze sottese alle diverse partecipazioni sottoscritte da plurime categorie di soci. L'apertura al pubblico della società determina, infatti, una diversificazione delle tipologie di soci con la presenza accanto ai tradizionali soci imprenditori, intenzionati a gestire in prima persona la società o, comunque, ad influenzare la sua gestione, di soci investitori, di regola atipici e passivi ed interessati solo ad un ritorno economico, presentandosi anche nella s.r.l. aperta quella nota dicotomia tipica della società per azioni⁴⁴⁶. Al di là delle esigenze di tutela sottese ad una tale composizione della compagine sociale⁴⁴⁷, l'assetto partecipativo potrà essere predisposto proprio dal punto di vista strutturale, ancora prima che contenutistico, in funzione dell'accoglimento di una tale varietà sociale, sfruttando anche le diverse tecniche di circolazione ad oggi disponibili per le partecipazioni in s.r.l.

Sarà, dunque, prospettabile un modello partecipativo ibrido che, combinandosi anche con le diverse modalità di differenziazione delle partecipazioni connesse alla diversa configurazione delle stesse, sarà in grado di accogliere tutti gli interessi dei quotisti: vale a dire, quote ordinarie e personalizzabili tramite l'assegnazione di diritti particolari per i soci imprenditori e quote finanziarie diversificabili tramite una loro categorizzazione per i soci investitori.

⁴⁴⁶ In relazione alla contrapposizione tra azionisti imprenditori e risparmiatori si rinvia a G. FERRI, *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Scritti Giuridici*, Napoli, 1990, vol. 3, I, 12 ss.; ID., Voce "Società per azioni", in *Enc. giur.*, Torino, 1988, 7; C. ANGELICI, *Società per azioni*, cit., 91 e ss.

⁴⁴⁷ In relazione agli adattamenti disciplinari che la convivenza di queste due categorie di soci impongono con particolare riguardo alla *governance* societaria si rimanda alle opere monografiche di F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 244 e ss. e P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Giuffrè, Milano, 2022, 103 e ss., oltretché agli scritti di L. MIOTTO, *Sull'imprenditorialità minima del socio*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2021, 827 e ss.; A. CETRA, *Le s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 815; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., 1468; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema.*, cit., 848 e ss.

Detta contrapposizione, ad ogni modo, non va intesa in senso netto. Per quanto la previsione di quote ordinarie presupponga l'intenzione di attribuire rilievo alla persona del suo titolare, stante la loro conformazione prettamente personalistica e la possibilità di una limitata trasmissione delle stesse, nulla si oppone a che la diversificazione della posizione del sottoscrittore transiti per l'istituto delle categorie di quote, in luogo che per quello dei diritti particolari, o a che il medesimo sia destinatario sia delle une che degli altri. Analogamente, la previsione di quote standardizzate, per quanto presupponga una loro spersonalizzazione, non sembra vietare in sé e per sé l'attribuzione di diritti particolari ai titolari di dette partecipazioni. Non emerge, infatti, alcun interesse degno di considerazione e tutela che imponga una disapplicazione alla s.r.l. aperta della disciplina codicistica inerente ai diritti particolari o che si contrapponga ad un connubio di detti istituti.

Una certa dottrina, invece, ritiene che i diritti di cui all'art. 2468, 3° comma c.c. possono prevedersi solo in favore dei titolari di quote ordinarie, escludendosi invece una loro attribuzione a coloro i quali risultano essere già beneficiari di quote di categoria⁴⁴⁸. L'opinione non è condivisibile nella misura in cui non tiene conto della scelta legislativa di destinare il nuovo istituto delle categorie di quote anche alle s.r.l. chiuse, ove i diritti particolari possono pacificamente applicarsi⁴⁴⁹. Essa, inoltre, implicitamente, ricollega i diritti particolari alle quote tradizionali e le categorie di quote alle partecipazioni finanziarie. La tesi in esame, infatti, cade nell'equivoco di riprodurre nella s.r.l. aperta quel collegamento tra morfologia della partecipazione e modalità di diversificazione della stessa, tipico della contrapposizione tra partecipazione azionaria e partecipazione

⁴⁴⁸ In questo senso A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 281 e ss.

In senso contrario, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., 848 secondo cui nulla impedirebbe di attribuire al titolare di una quota di categoria anche diritti particolari. Anche V. DONATIVI, *I diritti particolari del socio*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 798. O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta» in Dalle start-up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 241 secondo cui possono essere offerte al pubblico anche quote personalizzate e, pure in presenza di categorie, possono prevedersi in aggiunta diritti particolari. C. SARACINO, *Categorie di quote e particolari diritti. La proprietà della quota*, cit., 354 e ss.

⁴⁴⁹ Rispetto alle s.r.l. chiuse S. ADDAMO, *Passaggio generazionale nell'amministrazione delle s.r.l. a base familiare*, in *Contratto e impresa*, 2021, 859 secondo la quale nella s.r.l. PMI risulta possibile «realizzare una coesistenza tra quote appartenenti a categorie e diritti particolari attribuiti *ad personam*, anche in capo al medesimo soggetto».

nella s.r.l.⁴⁵⁰. È stato già ribadito che, fermo restando la possibilità di una scomposizione in unità eguali ed indivisibili in vista soprattutto della loro destinazione finanziaria, le categorie di quote, in sé e per sé, non presuppongono una necessaria standardizzazione e che esse, in quanto tali, sono tra l'altro sfruttabili anche nella s.r.l. chiusa. Quanto ai diritti particolari, per quanto tipicamente attribuiti al titolare di una quota personalistica, essi sono ontologicamente collegati alla persona del suo titolare, senza che risultino incorporati nella partecipazione sociale e tanto basta per sostenere che il titolare degli stessi possa possedere quote di qualsiasi conformazione. Il socio, dunque, anche se titolare di una quota speciale, potrà essere poi beneficiario di un diritto particolare, per quanto sia ipotizzabile che la previsione statutaria di tale diritto venga introdotta successivamente all'ingresso del destinatario in società e all'instaurazione di una contrattazione di carattere privatistico⁴⁵¹. Si condivide, infatti, l'orientamento che nega la possibilità di offrire al pubblico quote con diritti particolari, stante la circostanza che tali diritti sono attribuiti alla persona del socio, sicché non si vede come essi possono, di converso, essere offerti ad una platea indistinta di investitori, senza la preventiva selezione del loro beneficiario⁴⁵².

⁴⁵⁰ L'opinione comune secondo cui la diversa configurazione della deroga alla regola dell'eguaglianza e proporzionalità dei diritti sociali appare coerente con le caratteristiche tipologiche delle partecipazioni azionarie e delle quote di s.r.l. è riportata da V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 891 nei seguenti termini «La creazione di categorie di azioni introduce un'eccezione al principio di eguaglianza e di proporzionalità, ma pur sempre nel rispetto della caratteristica di fondo della partecipazione azionaria, atteso che i diritti diversi sono essi stessi ancorati in via reale, oggettiva e standardizzata alle rispettive azioni di categoria, che a loro volta prescindono dall'appartenenza a questo piuttosto che a quel diverso titolare. Correlativamente, la creazione di diritti particolari ex art. 2468, comma 3, c.c. si muove in sintonia con la caratteristica di fondo delle quote, quali partecipazioni ordinariamente identificate in relazione all'appartenenza al medesimo titolare.»

⁴⁵¹ Sulla possibilità di attribuire un diritto particolare ad un terzo che non sia socio v. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 215 e ss.

⁴⁵² In questo senso E. MORINO, *Le quote di P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da Cagnasso O.-Mambriani A., Bologna, 2020, 344. Anche N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Dalle start-up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 848 i quali sottolineano gli ostacoli relativi ad un'offerta al pubblico di quote con diritti particolari inerenti alla loro circolazione. *Contra* O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*,

Secondariamente, la tesi qui criticata abbatte le potenzialità che sono, invece, collegate al modello ibrido partecipativo qui in analisi. La possibilità di combinare liberamente i diritti particolari e le categorie di quote, così come le quote ordinarie e le quote finanziarie, fa emergere la flessibilità dell'assetto partecipativo della s.r.l. aperta in grado di intercettare tutti gli interessi che nella variegata composizione della compagine societaria vengono in rilievo, fissando già in partenza la diversità dei ruoli che i soci sono destinati ad assumere e agevolando in tal modo la ricerca del finanziamento di rischio⁴⁵³.

Andando oltre nell'analisi, va rivelato che la possibilità di scomporre solo una parte del capitale sociale in partecipazioni tipo determina una possibile disuguaglianza del valore nominale delle quote, preservando la diversità quantitativa che ha contraddistinto le partecipazioni in s.r.l. fin dalla loro nascita, fermo restando la loro omogeneità valoriale con riguardo alla parte di capitale sociale offerto al pubblico e standardizzata.

Nel rispetto della prescrizione di cui all'art. 2464, 1° comma che impone una coincidenza tra valore complessivo delle partecipazioni emesse e capitale sociale nominale, un'autorevole dottrina⁴⁵⁴ ha, poi, ritenuto ammissibile diversificare anche il valore nominale delle diverse categorie di quote. Per quanto, la Legge "Capitali" abbia imposto, sebbene solo ai fini della dematerializzazione, che le quote che compongono una categoria abbiano lo stesso valore nominale, l'insussistenza di una disposizione analoga a quella di cui all'art. 2346, 2° comma c.c. consente di condividere l'anzidetto orientamento, ammettendo, dunque, una diversità valoriale tra le varie categorie. Ad ogni modo, si ritiene che possa parlarsi di categoria in quanto sussista una diversità contenutistica e non

cit., 241. Anche S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, *cit.*, 185 che sottolinea l'inadeguatezza di tale istituto rispetto alle sollecitazioni di mercato «in considerazione dell'assenza di uno spazio di contrattazione "bilaterale" tra la società e gli investitori e delle accentuate asimmetrie informative e squilibri di potere contrattuale (c.dd. "bargaining power differentials")».

⁴⁵³ A tale riguardo si rinvia all'opera monografica di S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, *cit.*, 105 e ss. che delinea la platea di soci che potrebbe caratterizzare la s.r.l. aperta, differenziandola tra soci imprenditori, investitori professionali, quali *venture capitalists* e *business angels* e investitori *retails* e sottolineando gli strumenti partecipativi più opportuni per soddisfare le esigenze di ognuno.

⁴⁵⁴ M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, *cit.*, 590. L'opinione è anche condivisa da E. MORINO, *Le quote di P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, *cit.*, 344.

meramente quantitativa circa le partecipazioni che compongono le classi di quote. Relativamente, invece, alle quote standardizzate dotate esclusivamente di un valore nominale diverso, potrà parlarsi di *serie di quote*⁴⁵⁵. Tra l'altro, la possibilità di prevedere categorie di partecipazioni con diverso valore nominale è espressamente consentita, sebbene in relazione alle azioni, all'art. 3 della Direttiva 2012/30/UE del 25 ottobre 2012⁴⁵⁶, tant'è che essa è contemplata in diversi ordinamenti europei⁴⁵⁷. In tale maniera, sarà possibile per una s.r.l. aperta che si trovi in una situazione di crisi o comunque bisognosa di *equity*, di graduare l'investimento economico offerto al fine di reperire nuove risorse e garantirsi il successo dell'operazione tramite uno sconto sul prezzo di emissione delle nuove quote che potranno, per l'appunto, essere sottoscritte con la sopportazione di un costo inferiore al valore delle altre partecipazioni già in circolazione.

Diversamente, dunque, dalle partecipazioni azionarie, sarà ben possibile che le quote ordinarie, come accade tradizionalmente, continuino ad avere una misura diversa e che esse coesistano con categorie di partecipazioni le quali, per quanto "internamente" identiche, possono, a loro volta, avere un diverso valore nominale rispetto alle quote di altre categorie.

Infine, la scomposizione parziale del rapporto sociale in quote *standard* consente all'autonomia statutaria di privare di valore nominale esplicito soltanto una parte delle partecipazioni sociali, siano esse quote

⁴⁵⁵ M. MALTONI, P. SPADA, *op. ult. cit.*, 590.

⁴⁵⁶ L'art. 3 sopracitato, dopo aver imposto l'indicazione nell'atto costitutivo o nello statuto del «valore nominale delle azioni sottoscritte» (art. 3, lett. b), precisa che l'atto costitutivo deve altresì indicare «le indicazioni di cui alle lettere b), c) e d) [e quindi anche il valore nominale] per ciascuna categoria di azioni eventualmente esistenti». M. NOTARI, *Il problema dei c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile*, *cit.*, 53 il quale sottolinea tale aspetto per corroborare la tesi secondo cui l'art. 8 della medesima Direttiva imporrebbe di emettere nuove azioni rispettando la parità contabile della relativa emissione e non quella delle azioni preesistenti, proprio in ragione della pacifica ammissibilità di classi di azioni con diverso valore nominale.

⁴⁵⁷ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 53 nt. 40 ove l'autore cita diversi ordinamenti che ammettono azioni con diverso valore nominale, tra i quali Austria, Belgio, Estonia, Grecia, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Slovacchia, Spagna, Regno Unito. Anche F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, *cit.*, 12 per spunti di diritto comparato e che sottolinea tale punto per sostenere la possibilità, negli altri ordinamenti, di diversificare i conferimenti in società a fronte dell'assegnazione di uno numero di partecipazioni facendo leva su questo istituto, piuttosto che sui conferimenti non proporzionali.

civilistiche o standardizzate, con la conseguente emersione di un ulteriore elemento di diversità rispetto alle azioni prive di valore nominale⁴⁵⁸.

2.1. La possibile standardizzazione dell'intero capitale sociale

La coesistenza di quote ordinarie e quote finanziarie, tra l'altro, sembra costituire il risultato voluto dalla Legge "Capitali" che impone la standardizzazione delle quote sociali delle s.r.l. PMI soltanto se di categoria, in funzione dell'eventuale circolazione scritturale delle stesse. In particolare, il comma 2 *bis* dell'art. 26 del d.l. n. 179/2012, così come introdotto dall'art. 3 della L. 5 marzo 2024, n. 21, dispone che «le quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, delle società di cui al medesimo comma possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-*bis* del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

Senza altro, la scelta legislativa di circoscrivere l'uguaglianza quantitativa e qualitativa delle partecipazioni alle categorie di quote si giustifica considerando la tradizionale destinazione di questo istituto ai mercati, a cui la dematerializzazione è funzionale, in ragione della naturale funzionalità delle partecipazioni *speciali* ad intercettare distinte classi di finanziatori e ad assecondare i loro diversi interessi di investimento.

In realtà, diversamente da quanto potrebbe risultare *prima facie*, si ritiene che la disposizione sia riferibile alle quote di s.r.l. PMI *tout court* allorché l'assetto partecipativo della società si compone almeno di una categoria di quote speciali, di per sé e in quanto tali, invece, passibili di circolare in forma scritturale. Le quote ordinarie, infatti, a fronte dell'emissione di altre categorie di quote costituiscono esse stessa una categoria poiché dotate di diritti diversi rispetto a quelli incorporati nelle quote speciali. Risultano, infatti, estensibili alle quote di s.r.l. le considerazioni che la dottrina ha elaborato relativamente alla s.p.a. e alla contrapposizione tra azioni ordinarie e azioni speciali⁴⁵⁹.

⁴⁵⁸ Per queste ultime, l'art. 2346 impone di riferire la scelta della mancata espressione del valore nominale a tutte le partecipazioni, non potendosi avere un sistema parziale con azioni al contempo prive di valore e al contempo con valore nominale espresso. Così, M. NOTARI, *sub Art. 2346, cit.*, 19; G. LA SALA, *sub art. 2346, co. 1, 2 e 3, cit.*, 471.

⁴⁵⁹ In relazione alla categoria di azioni ordinarie si esprimono in questo senso, tra i vari autori, A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e*

Corroborata l'anzidetta conclusione la stessa analisi del citato art. 3 della Legge "Capitali" e della disposizione normativa che è stata innovata. Là dove fosse precluso di standardizzare le quote ordinarie, emergerebbe, relativamente alla disposizione modificata, vale a dire l'art. 26 del d.l. n. 179/2012, un'evidente discrasia. Infatti, la previsione di cui al quinto comma del citato art. 26 estende la deroga al divieto di offerta al pubblico, anche sui portali di *crowdfunding*, a tutte le quote sociali e la previsione, di cui all'art. 100-ter, secondo comma TUF, introdotta sempre dall'art. 3, consente alle quote ivi offerte di circolare anche in forma dematerializzata. Da questo punto di vista, una lettura del nuovo comma 2 *bis* circoscritta alle sole quote caratterizzate da diritti diversi risulterebbe incoerente. Si avrebbe, infatti, da un lato, un collegamento legislativo tra le quote offerte sui portali di *crowdfunding* e la nuova tecnica di circolazione scritturale e, dall'altro lato, l'incongruente esclusione delle quote ordinarie da detto regime circolatorio. Inoltre, si imporrebbe anche un'ingiustificata diversificazione dal punto di vista circolatorio delle quote, le quali, a seconda del loro essere speciali o ordinarie, potrebbero dematerializzarsi oppure circolare tramite le ulteriori tecniche di trasferimento, indicate all'art. 100-ter TUF.

Secondariamente, l'interpretazione correttiva del comma 2 *bis* prospettata si allinea perfettamente alla prassi corrente, relativa alle offerte tramite portali di *crowdfunding* che testimonia di diversi episodi di collocamento sulle anzidette piattaforme anche di quote ordinarie⁴⁶⁰. Tra

2376 c.c., in *Riv. dir. comm.*, 1953, 434 e ss. M. NOTARI, *sub Art. 2348. Categorie di azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 598; M. BIONE, *Le categorie di azioni*, *cit.*, 47; C. ANGELICI, *Le azioni*, *cit.*, 67 nt. 36 a cui si rimanda per ulteriori contenuti. Relativamente alle quote ordinarie che, a fronte dell'emissione di categorie speciali di quote, rappresentano anch'esse una categoria si v. M. CIAN, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3 l. 21/2024)*, *Studio CNN*, n. 42-2024, 4; ASSONIME, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, 23 ove si afferma «Appare opportuno sottolineare che anche categorie di quote di eguale valore che attribuiscono i diritti del regime ordinario possono rientrare nel concetto di categoria oggetto di dematerializzazione. Sembra, cioè, irragionevole limitare la possibilità di emettere quote dematerializzate alle sole quote con diritti speciali rispetto a quelle ordinarie».

⁴⁶⁰ POLITECNICO DI MILANO, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, 30 giugno 2023, disponibile su www.osservatoriocrowdinvesting.it da cui risulta, in merito alle tipologie di quote offerte sui portali, che sono ricomprese, per quanto in misura ridotta rispetto alle quote con diritti differenziati, anche quote ordinarie, del tutto identiche a quelle dei soci fondatori.

l'altro, un'interpretazione fedele alla lettera della nuova disposizione risulterebbe criticabile nella misura in cui imporrebbe di categorizzare le quote ai fini della loro standardizzazione. È stato, di converso, già ampiamente rivelato che l'emissione di categorie di quote può ben avvenire prescindendo dalla loro uguaglianza quantitativa, essendo la standardizzazione delle partecipazioni connessa, piuttosto che all'istituto delle categorie di partecipazioni, all'offerta al pubblico delle stesse e, in particolare, alla loro negoziazione sui mercati secondari. Da questo punto di vista la possibile offerta al pubblico anche di quote ordinarie, come consentita dall'art. 100 *ter*, primo comma TUF, unitamente all'interpretazione prospettata dell'art. 2468, primo comma come atto a vietare la sola cartolarizzazione delle quote, induce a ritenere che anche le quote ordinarie di una s.r.l. aperta possano essere prefigurate come unità minime ed indivisibili in funzione di un loro collocamento sui mercati ed eventualmente dematerializzate ai fini di un loro accesso ai mercati secondari (se di s.r.l. PMI).

Si propone, dunque, una lettura integrativa della disposizione normativa analizzata in virtù della quale è consentito standardizzare interamente il capitale sociale di una s.r.l. PMI⁴⁶¹, con la conseguente uguaglianza nominale di tutte le partecipazioni o, alternativamente, la diversità di valore nominale delle quote appartenenti alle diverse categorie. Ciò allorquando, si ribadisce, la società abbia provveduto ad emettere almeno una categoria di quote speciali, fermo restando comunque la possibilità, già riferita, della convivenza di quote tradizionali e di quote standardizzate speciali.

Si badi che la tesi avanzata attiene esclusivamente alla conformazione della partecipazione che, in conseguenza della standardizzazione, diviene sovrapponibile alla partecipazione azionaria relativamente alle caratteristiche strutturali, dapprima esposte, di indivisibilità, uguaglianza e autonomia. Ipotizzare, infatti, la standardizzazione del capitale sociale nella sua totalità non equivale a riferirne la categorizzazione. La tesi espressa nulla dichiara in merito al

⁴⁶¹ In questo senso anche altri autori, sebbene la loro opinione sia stata espressa prima dell'entrata in vigore della Legge Capitali che, apparentemente, circoscrive la standardizzazione alle sole quote speciali. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema.*, cit., 837; DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote di s.r.l. PMI*, cit., 1508 e ss.; di F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 168 e ss. che in relazione alla s.r.l. con capitale interamente standardizzato parla di un ritorno all'anonima per quote del previgente Codice di commercio e P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., 148.

contenuto delle quote standardizzate, nel senso che le quote ordinarie, di cui si caldeggia la standardizzazione, non vengono deformate dal punto di vista delle prerogative in esse contenute. A tale riguardo, per quanto la tematica esuli dalla presente trattazione, occorre riferire, in ragione della connessione sussistente tra le due questioni – vale a dire, la standardizzazione e la categorizzazione del capitale nella sua interezza –, che la dottrina maggioritaria nega la possibilità di procedere, al pari di quanto ritenuto per la s.p.a.⁴⁶², all’emissione di sole categorie speciali di quote, ritenendo di converso necessario, per assicurare l’identità tipologica della s.r.l., che la struttura partecipativa contempri almeno una quota «a socialità piena», cioè dotata delle forti prerogative che, secondo il Codice civile, connotano la posizione del socio imprenditore⁴⁶³. Detta opinione, tra l’altro, riceve una conferma proprio dal menzionato art. 3 della Legge “Capitali” e dalla lettura che dello stesso che è stata qui data. La scelta di circoscrivere il regime di circolazione scritturale alle sole categorie di quote implicitamente conferma la necessità che sussistano quote ordinarie sul piano dei diritti sociali, fermo restando la possibilità che, a fronte dell’emissione di quote di categoria, anche quelle ordinarie si categorizzano con la conseguente possibilità di una loro standardizzazione

⁴⁶² M. SCIUTO, P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., «non si dà società per azioni senza partecipazioni di un prefigurato contenuto, nel mentre contenuti alternativi sono meramente eventuali». D’accordo G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Utet giuridica, Vicenza, 2020, 205; B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Milano, 1959, 982 e C. ANGELICI, *Azioni*, cit., 67 secondo il quale, in presenza di plurime categorie, una di esse deve poter essere intesa come composta da azioni ordinarie, discutendosi, poi, in merito alla sua individuazione. A tale ultimo riguardo v. A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, cit. 434 e ss. *Contra* M. NOTARI, *sub Art. 2348. Categorie di azioni*, cit., 598 il quale ritiene che la presenza della categoria di azioni ordinarie possa essere rimessa ad una scelta dell’autonomia statutaria e la sua presenza nel concreto dipende dalla circostanza che una delle categorie non abbia variante alcuna rispetto a quanto derivante dalla disciplina derogabile del tipo.

⁴⁶³ L’opinione è di M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema.*, cit., 841 e ss. ed è condivisa da diversi autori, tra cui, M. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote di s.r.l. PMI*, cit., 1507; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1525 e D. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, 498 e S. CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 220.

e dematerializzazione (nel rispetto della società piena, almeno relativamente ad una singola partecipazione)⁴⁶⁴.

Infine, è doveroso rilevare che l'introduzione in statuto di una previsione che disponga l'uguaglianza dei diritti e del valore di tutte le quote, con la conseguente divisione del capitale alla stregua della s.p.a., è caldeggiata nella misura in cui la società intenda collocare le proprie quote, sia ordinarie che speciali, sui mercati. La riferibilità, infatti, alle quote dei caratteri di uguaglianza, indivisibilità ed autonomia ne agevolerà le vicende circolatorie, consentendone la qualificazione in termini di valori mobiliari e l'accesso ai sistemi multilaterali di negoziazione tramite la loro dematerializzazione. Anche là dove le quote ordinarie non fossero oggetto di un'offerta al pubblico né venissero dematerializzate, l'uguaglianza di valore nominale e dei diritti in esse racchiusi è da ritenersi opportuna nella misura in cui agevola una considerazione isolata delle singole partecipazioni e una loro identificazione come beni giuridicamente autonomi, possibile oggetto di un esercizio frazionario dei diritti sociali. Queste ultime ragioni, come si vedrà, inducono ad accogliere il medesimo risultato anche relativamente alle quote di s.r.l. chiuse.

SEZIONE SECONDA

L'ambito di applicazione della nuova fattispecie di partecipazione sociale

3. Dalla s.r.l. aperta PMI alla s.r.l. aperta "grande"

L'art. 3 della c.d. Legge "Capitali" ha definitivamente sancito la possibile coesistenza di due fattispecie di partecipazione sociale nella società a responsabilità limitata. La standardizzazione delle quote sociali è, infatti, oramai diritto positivo, fermo restando la possibilità di pervenire parimenti ad una simile conclusione sulla base dell'interpretazione prospettata del divieto di rappresentazione delle quote in azioni di cui all'art. 2468, 1° c.c.

L'assetto partecipativo della s.r.l. potrà, dunque, essere diversamente modulato dall'autonomia privata, stante le conseguenze, già ampiamente illustrate, che la standardizzazione delle partecipazioni sociali comporta sulla configurazione della quota. Come *step* ulteriore e conclusivo dell'analisi ci si propone di individuare l'ambito applicativo di ciascuna fattispecie partecipativa, delimitando precisamente i margini di

⁴⁶⁴ M. CIAN, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata* (art. 3 l. 21/2024), *Studio CNN*, n. 42-2024, 4.

operatività della quota *codicistica* e *finanziaria* e verificando la possibilità di una sovrapposizione dei rispettivi campi di applicazione.

A tale riguardo, la conformazione della quota standardizzata, caratterizzata dalla sua serialità, indivisibilità, uguaglianza e autonomia è sicuramente destinata ad operare nel contesto di una s.r.l. che intenda accedere a canali di finanziamento prettamente finanziari, emancipandosi, per il tramite delle novelle analizzate, dal finanziamento bancario. Nel corso dell'analisi si è fatto riferimento alla s.r.l. "aperta" quale modello di società che sicuramente e opportunamente potrà strutturare la partecipazione in forma standardizzata, intendendo per tale una società che abbia provveduto ad offrire le proprie quote al pubblico, usufruendo del canale del mercato del *crowdfunding* ovvero, nel recente e probabile futuro, dei mercati digitali. Per quanto allo stato attuale nessuna società a responsabilità limitata abbia accesso ai mercati di crescita, deve ritenersi che l'ultima novità legislativa inerente alla dematerializzazione facoltativa delle quote, unitamente alle ulteriori prospettive normative relative alla circolazione tramite *blockchain* che riguardano questo tipo sociale, consentono di concludere nel senso dell'eliminazione degli ulteriori ostacoli che si frapponevano al problema dell'illiquidità dell'investimento in quote di partecipazione e della loro negoziazione sui mercati secondari. Ciò nonostante, è tutt'ora controverso⁴⁶⁵ se la s.r.l. possa definitivamente essere espunta dall'universo delle società chiuse e qualificarsi come società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio di cui agli artt. 2325 *bis* e 119 TUF, sicché la terminologia s.r.l. aperta è utilizzata in senso lato e non coincidente con il lessico legislativo.

⁴⁶⁵ Al riguardo si vedano le considerazioni di M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, cit., 1243 nt. 49 che ne esclude la riconduzione; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. società*, 2019, 675 anche in senso negativo, stante il divieto di rappresentazione delle quote in azioni. Anche S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit. 84 e ss. la quale parla di s.r.l. «semiaperta». In questo senso anche E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI srl sul mercato di capitali*, cit., 294 e con le stesse motivazioni; In senso positivo, invece, F. BRIZZI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 2022, Giuffrè, Milano, 175 e ss. il quale, fermo restando la difficoltà di ricondurre la s.r.l. al novero delle società quotate, ritiene ben possibile che una s.r.l. che abbia emesso e diffuso quote standardizzate e seriali possa, là dove ricorrano i presupposti regolamentari stabiliti dalla Consob, essere considerata una società con quote diffuse tra il pubblico in misura rilevante. Gli autori, comunque, si sono pronunciati anteriormente all'emanazione della Legge "Capitali".

A prescindere da detta eventuale qualificazione normativa, rileva sottolineare che l'adozione di un assetto partecipativo para-azionario è senz'altro consentito alla s.r.l. aperta, risultando la predisposizione delle partecipazioni in frazioni omogenee e standardizzate funzionale primariamente alla creazione e allo scambio delle stesse in un mercato e, dunque, alla loro diffusione presso il pubblico, obiettivo quest'ultimo, senza ombra di dubbio, agevolato dalla possibile dematerializzazione delle quote. L'adozione del delineato schema di partecipazione sociale sarà, per quanto non prettamente necessario, opportuno per assicurare il successo di un'offerta al pubblico delle quote sui portali di *crowdfunding*, sempreché le quote siano liberamente trasferibili. Il citato Regolamento (UE) *crowdfunding*, infatti, pone come unico requisito al collocamento delle quote sui mercati la loro libera trasferibilità sui mercati dei capitali⁴⁶⁶.

Ancora prima del realizzarsi di un'effettiva offerta al pubblico, una scelta conformativa delle partecipazioni sociali di questo tipo, unitamente all'assenza di clausole limitative del loro trasferimento, sarà, in linea di massima, indicativa di un'apertura meramente potenziale della società ai mercati ed esprimerà la volontà dei soci fondatori di estendere la compagine societaria ad un numero indefinito e significativo di membri. Da questo punto di vista, il numero di partecipazioni, determinato all'esito di una preventiva scelta organizzativa della società, sarà direttamente proporzionale all'apertura al mercato che i fondatori della società intendono imprimere all'iniziativa imprenditoriale comune.

La previsione di unità partecipative minime ed indivisibili è, invece, necessaria, come già riferito, per l'accesso facoltativo al regime di dematerializzazione delle quote e per il suo tramite ai mercati secondari. Ad ogni modo, l'immissione al sistema di gestione accentrata è espressamente circoscritta, ai sensi dell'art. 26, 2 *bis* comma, d.l. n. 179/2012 alle sole s.r.l. PMI. Diviene, a questo punto, necessario verificare se, fermo

⁴⁶⁶ Il 13° considerando del Regolamento (UE) 2020/1502 individua tra gli altri «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, le «azioni o quote di talune società private a responsabilità limitata». L'espresso riferimento alle *quote* scompare, come si è visto in precedenza, nell'art. 2, comma 1°, lett. n) del regolamento, ove sono citate solo le «azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento» (enfasi aggiunte). Il citato considerando specifica che «Per il crowdfunding basato sull'investimento la trasferibilità costituisce un'importante garanzia per gli investitori di poter uscire dall'investimento poiché offre loro la possibilità di disporre del proprio interesse sui mercati dei capitali. Pertanto, il presente regolamento contempla e permette servizi di crowdfunding connesso a valori mobiliari».

restando l'esclusione delle s.r.l. grandi dalla tecnica di circolazione scritturale di recente emersione, alle stesse sia consentito standardizzare le partecipazioni sociali ed eventualmente emettere categorie di quote. A tale ultimo riguardo, tutt'ora l'art. 26, commi 2 e 3 del d.l. n. 179/2012 limita la previsione di categorie di quote esclusivamente alle s.r.l. che siano piccole e medie imprese, sicchè risulta opportuno verificare se in via interpretativa sia comunque possibile procedere all'emissione di quote speciali, là dove la società non rispetti i requisiti dimensionali propri della piccola e media impresa.

Questa volontà di indagine sottende il nutrimento di un'insoddisfazione nei riguardi della recentissima L. 5 marzo 2024, n. 21, la quale, nel consentire la dematerializzazione delle sole quote di s.r.l. PMI, si pone in palese discontinuità sia con le modifiche introdotte dal d.lgs. 30/2023 all'art. 100 *ter*, 1° comma TUF che consentono, derogando al divieto di offerta al pubblico codicistico, a tutte le s.r.l., indipendentemente dal profilo dimensionale, di accedere ai mercati, sia con la delega alla Consob contenuta nell'art. 28, comma 2, lett. a *bis* del Decreto *Fintech* all'inclusione tra gli strumenti digitali anche delle quote di s.r.l., sia grandi che PMI. È innegabile, infatti, che il regime circolatorio recente sia stato introdotto proprio con la finalità ultima di agevolare la sottoscrizione e la successiva negoziazione delle partecipazioni sui mercati dei capitali⁴⁶⁷, ragion per cui, consentita l'offerta al pubblico delle quote di s.r.l. *tout court*, si sarebbe dovuto prevedere un analogo campo di applicazione della nuova tecnica circolatoria. La funzionalità evidenziata dell'emissione in forma scritturale delle quote di s.r.l. rispetto alla loro offerta al pubblico sussiste, come già rivelato, anche relativamente all'ulteriore deroga al diritto societario di cui all'art. 26, commi 2° e 3° del d.l. n. 179/2021 inerente alla creazione di quote di categoria.

La suddivisione del rapporto sociale, anche complessivo, in plurime e predeterminate partecipazioni tipo è un risultato che è stato raggiunto avendo riguardo alla deroga al divieto di offerta al pubblico di cui all'art. 100 *ter* TUF, unitamente all'interpretazione prospettata dell'art. 2468, 1° comma c.c. del divieto di emissione delle azioni. È stato già

⁴⁶⁷ Il Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze, "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", 2022, 32 e v., altresì, la relazione illustrativa agli esiti della consultazione promossa dal MEF sul Libro Verde, Roma, luglio 2022, 8 s. da cui si evince come la dematerializzazione delle quote sia stata percepita dai partecipanti alla consultazione come un'opportunità per favorire l'accesso delle s.r.l. ai mercati dei capitali, e soprattutto per consentire la creazione di un mercato secondario delle quote.

ampiamente osservato come la standardizzazione delle partecipazioni è una tecnica di strutturazione delle partecipazioni sociali che prescinde dall'istituto positivo delle categorie di quote e che, invece, si ricollega proprio alla circolazione delle partecipazioni sui mercati. La breve analisi espletata della standardizzazione azionaria e delle funzioni da essa assolte hanno confermato tale epilogo, dimostrando in particolare come tale configurazione si spieghi soprattutto dal punto di vista finanziario, in ragione del tipico collegamento sussistente tra società per azioni e mercati. L'indagine storica effettuata sulla s.r.l. conferma questi risultati nella misura in cui rivela che la configurazione personalistica della quota sociale, su cui tutt'ora si regge la disciplina codicistica, si giustifica in funzione della chiusura della società verso l'esterno, sicchè venuta meno questa chiusura non può che conseguire una diversa strutturazione della partecipazione, analoga a quella del tipo tradizionalmente destinato, invece, a sollecitare operazioni di raccolta di massa.

La deroga al divieto di offerta al pubblico codicistico previsto per tutte le s.r.l., indipendentemente dalla soglia dimensionale dell'ente societario, unitamente all'interpretazione data dell'ulteriore divieto di cui art. 2468, 1° comma, induce quindi a ritenere che la s.r.l. *tout court*, se aperta, possa procedere alla standardizzazione delle quote sociali. Accogliendo i risultati raggiunti da un'autorevole dottrina che, individuava, precedentemente alla legislazione avutasi a partire dagli anni 2012, quale unico ostacolo alla previsione di categorie di quote nella s.r.l., «il divieto di «standardizzare» le partecipazioni in tante uguali frazioni del capitale sociale, di contenuto (tendenzialmente) uguale»⁴⁶⁸ e che proponeva, per il superamento del medesimo, la figura dottrinale della «partecipazione sociale»⁴⁶⁹ può ritenersi ammissibile l'utilizzo dell'istituto dei diritti particolari in chiave “oggettiva” ai fini della creazione di

⁴⁶⁸ M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 337. 6

⁴⁶⁹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 235 e ss. L'autore, in sostanza, come già riferito, sottolineando che l'art. 2468, comma 4, c.c. permette che i particolari diritti attribuiti ai singoli soci siano modificati con il consenso di tutti i soci, ritiene che tramite l'anzidetto consenso unanime dei soci, possano essere create partecipazioni dotate di prerogative indipendenti dall'avente diritto e, quindi, suscettibili di essere conservate in caso di trasferimento. La fattispecie della “partecipazione speciale” è caratterizzata dall'interiorizzazione del diritto speciale per scelta statutaria, dall'ammissibilità di un trasferimento del diritto, in luogo che della sua estinzione, in caso di circolazione della partecipazione stessa e dalla sostituzione del meccanismo delle assemblee speciali con altro modellato su quello dell'art. 2376.

categorie di quote, vere e proprie. Non si condivide, dunque, quanto sostenuto da una buona parte della dottrina secondo cui la limitazione della deroga societaria alle sole s.r.l. PMI confermerebbe la volontà legislativa di precludere definitivamente alle altre s.r.l. l'emissione di categorie di quote⁴⁷⁰. Quella conclusione già non poteva essere apprezzata nel contesto normativo passato in cui il divieto di offerta al pubblico continuava a riguardare la s.r.l. grande, in ragione dei rilievi discendenti dai dati statistici e dalla circostanza che le piccole e medie imprese rappresentano il 99% delle s.r.l. Da questo punto di vista, essa si traduceva, già all'epoca, in una complicazione priva di senso logico da respingere in ragione dell'esigenza di uniformità del sistema. L'evoluzione legislativa nel frattempo avutasi, che ha, per l'appunto, assimilato le s.r.l. PMI a quelle grandi in relazione alla deroga al divieto di offerta al pubblico, suggerisce di realizzare un'equiparazione in via interpretativa anche per quanto riguarda l'ulteriore deroga societaria⁴⁷¹.

Questa conclusione è, poi, suffragata da altri due importanti considerazioni. Innanzitutto, non è prevista l'iscrizione della s.r.l. Pmi⁴⁷² nel registro delle imprese, diversamente da quanto stabilito per la *start-up* innovativa⁴⁷³, sicché manca un qualsiasi strumento, pubblicitario o di altro tipo, che consente di monitorare la sussistenza di quei requisiti dimensionali in capo alla società⁴⁷⁴. Assumono, poi, rilievo i problemi

⁴⁷⁰ M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 551. Anche M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., 845; V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 893 e ss; O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 240.

⁴⁷¹ In questo senso anche I. CAPELLI, *Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Technology*, in *Rivista ODC*, 1, 2024, 105 e ss.

⁴⁷² Si ricorda che L'art. 57, primo comma del d.l. n. 50/2017, convertito in L. 21 giugno 2017, n. 96, dispone: «1. All'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: "start-up innovative" e "start-up innovativa", ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: "PMI"», sicché le s.r.l. Pmi potranno solo avvalersi delle deroghe al diritto societario previste dalle richiamate disposizioni.

⁴⁷³ L'art. 25, ottavo comma del d.l. n. 179 del 2012 dispone che «Per le start-up innovative di cui ai commi 2 e 3 e per gli incubatori certificati di cui al comma 5, le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura istituiscono una apposita sezione speciale del registro delle imprese di cui all'articolo 2188 del codice civile, a cui la start-up innovativa e l'incubatore certificato devono essere iscritti al fine di poter beneficiare della disciplina della presente sezione.»

⁴⁷⁴ L'argomentazione indicata a supporto dell'ammissibilità in via interpretativa all'emissione di categorie quote da parte di una s.r.l. grande è di I. CAPELLI, *Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.*, cit., 108 e ss.

connessi al mantenimento di una struttura partecipativa fondata sulla previsione di categorie di quote nel caso di superamento delle soglie dimensionali da parte della s.r.l. PMI, la risoluzione dei quali è sicuramente agevolata consentendo a monte alla s.r.l. di emettere quote di categoria in quanto tali. Anche là dove non si condivide la soluzione proposta, sembra quanto meno necessario propendere per la cristallizzazione dell'assetto partecipativo anteriore all'incremento dimensionale della società, al pari di quanto l'art. 31, 4° comma del d.l. 179/2012⁴⁷⁵ prevede per le *start-up* innovative⁴⁷⁶.

Tanto riferito in merito alla s.r.l. aperta, va rivelato che rispetto alla s.r.l. che, invece, decida di non concedersi ai mercati, propendendo per una circolazione delle proprie partecipazioni tra pochi soci, essa potrà continuare ad usufruire della fattispecie classica di quota sociale, caratterizzata dai tradizionali e codicistici requisiti dell'unicità e della divisibilità. È verosimile ritenere che non tutte le s.r.l. usufruiranno delle opzioni normative di recente emersione, offrendo le quote al pubblico, anche sottoforma di categorie di partecipazioni. Anzi, può probabilmente opinarsi che la chiusura sociale continuerà a caratterizzare il maggior numero di imprese che assumono la forma di società a responsabilità limitata per gli elevati costi che sono notoriamente connessi al risparmio diffuso da parte di una società.

3.1. La standardizzazione del capitale sociale della società VC-financed

Una recente letteratura italiana⁴⁷⁷, distaccandosi dalla dottrina maggioritaria, concentrata soprattutto sul tema del *crowdfunding*, si è

⁴⁷⁵ Il citato articolo dispone che «Per la start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata, le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'articolo 26, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi».

⁴⁷⁶ In questo senso anche M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, *Studio n. 101-2018/I CNN*, 2/2018; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, *cit.*, 849.

⁴⁷⁷ P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2020, 353 ss; ID., *The Corporate design of investments in startups: a European experience*, in *European Business Organization Law Review*, 2022; ID., *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, 227 e ss.; C. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, 149 e ss.;

dedicata allo studio e all'analisi di un ulteriore canale di finanziamento delle piccole e medie imprese: il riferimento è agli investimenti effettuati da una peculiare categoria di investitori professionali, i fondi di *venture capital* o *private equity*⁴⁷⁸, l'intervento dei quali si verifica, di regola, nella fase iniziale⁴⁷⁹ dell'attività di impresa per soddisfare il fabbisogno finanziario della società in un momento in cui gli ulteriori canali di reperimento di risorse sono limitati⁴⁸⁰. In particolare, l'ingresso in società di detti soggetti avviene per il tramite dell'acquisto di partecipazioni già in circolazione o mediante la sottoscrizione di nuove quote. Nello specifico, i *venture capitalists* entrano in azione, generalmente, nella fase di espansione della società⁴⁸¹, successivamente all'intervento di altri finanziatori, tipici

ID., *Diritto societario italiano e Venture Capital: cosa (non) ci dice l'evidenza empirica?* in Il Sole 24 Ore. Società – il Mensile, Novembre 2023, 10 ss.

⁴⁷⁸ Sia i fondi di *venture capital* che di *private equity* appartengono al novero dei fondi di investimento alternativi (FIA) soggetti alla disciplina recata dalla Direttiva "AIFMD" (Alternative Investment Funds Managers Directive), Direttiva 2011/61/CE) e i quali si contrappongono ai fondi armonizzati o comunitari, invece disciplinati dalla Direttiva UCITS, Direttiva 85/611/CE. Per un'analisi della relativa normativa si rinvia a M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in Banca borsa e tit. cred., 2017, I, 300 ss. e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹⁰, Giappichelli, Torino, 2020, 207 e ss. In generale sulla distinzione tra *venture capital* e *private equity* v. M. RIJA, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2012, 22; A. ZANONI, *Venture capitale e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Cedam, 2010, 136.

⁴⁷⁹ In base alla letteratura economica il ciclo di vita di un'impresa è scomponibile in tre fasi: la nascita (*early stage*), a sua volta scomponibile in fase embrionale (*early stage*), fase di *start-up* e prima fase di sviluppo (*first-stage*), la crescita e lo sviluppo (*expansion*), a sua volta divisibile in *second stage* e *third stage* e la maturità (*fourth stage*). In questo senso M. RIJA, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese*, cit. 20 e ss.; Sulla fase di *early stage* v. B. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, Quaderni di ricerca della Banca d'Italia, n. 55 del 2002, 15 e ss. E. DAMIANI, *Venture capital e private equity*, ESI, Napoli, 2010, 19 e ss.

⁴⁸⁰ D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, cit., 11 e A. N. BERGER E G. F.UDELL, *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in *Journal of Banking and Finance*, 1998, Vol. 22 No. 6/8, 6161 ove spiegazioni in merito all'incapacità dell'impresa nella fase di *start-up* a reperire risorse finanziarie, incapacità sopperita dal ricorso a finanziatori privati (c.d. *family, friends and fools*) o dal *private equity*.

⁴⁸¹ B. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, cit., riferisce di finanziamenti diversi in

della prassi dell'impresa *VC-financed*, cioè investitori privati, noti come *family, fools and friends*, cui fanno seguito i c.d. *business angels*. Per quanto sia possibile che l'acquisto di *equity* o di *debt* avvenga nel contesto di campagne di *crowdfunding*⁴⁸², generalmente gli investimenti non avvengono tramite i portali *online* e sono rivolti a società prettamente "chiuse"⁴⁸³, di recente costituzione e con un'idea imprenditoriale ancora da sviluppare o, comunque, in procinto di essere lanciata sul mercato⁴⁸⁴. Trattasi, nella maggior parte dei casi, di società a responsabilità limitata⁴⁸⁵ con progetti imprenditoriali particolarmente innovativi e dotati di un alto potenziale di sviluppo, che sono scrupolosamente individuate dagli

relazione alla fase di sviluppo della società, distinguendoli in finanziamenti dell'avvio dell'impresa (c.d. *early stage financing*); ii) finanziamenti di supporto allo sviluppo (*expansion financing* o *development capital*); iii) sostegno finanziario per operazioni di *replacement* e di *buy-out* (MBOs, LBOs, ecc.). Anche G. SPEDICATO, *Le operazioni di Venture Capital*, Tesi di dottorato in diritto ed economia, Libera università internazionale degli studi sociali, Luiss Guido Carli, 2013/2014,17.

⁴⁸² Così S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato*, cit., 105 e ss

⁴⁸³ L'apertura della società ai mercati tramite un'offerta pubblica iniziale su un mercato regolamentato coincide, di regola, con la fase conclusiva del processo di investimento del VC tramite la quale l'investitore realizza l'*exit* dalla società. Per quanto sia sicuramente la modalità di uscita più ambita, per le conseguenze reputazionali che possono derivare da un processo di quotazione andato a buon fine, è più frequente la cessione d'azienda a terzi (*trade sale*). V. sul punto D.G. SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, in *UCLA L. Rev.*, 2005, 315. Anche E. MORPURGO, D. SIRONI, *Il processo di disinvestimento e la valutazione della performance*, in *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, a cura di A. Gervasoni e F.L. Sattin, Guerini, Milano, 2020, 467 e ss.

⁴⁸⁴ In particolare, la ricerca dell'impresa da finanziare avviene tramite canali informali, in particolare assumono rilievo i canali di *network* del *venture capitalist* e, dunque, i suoi contatti con altri investitori, managers, centri di ricerca, banche, professori universitari, oppure le richieste provenienti dall'imprenditore stesso. P. GOMPERS, W. GORNALL, S. N. KAPLAN, I.A. STREBULAEV, *How Venture Capitalists make decisions*, in *Harvard Business Review*, 2021; G. SPEDICATO, *Le operazioni di Venture Capital*, cit., 54 e ss.; M. RIJA, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese*, cit., 80 e ss.

⁴⁸⁵ Il che si spiega considerando le *start-up* assumono soprattutto la forma di s.r.l., nonostante la possibilità di costituire le medesime anche in forma di s.p.a. o di società cooperativa ex art. 25 del d.l. n. 179/2012. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, cit., 288 i quali, nell'individuare le startup realmente VC-financed italiane per verificare come le clausole di interesse siano concretamente recepite nell'ambiente giuridico nazionale, analizzano 2115 statuti di start-up estratti in formato pdf da Infocamere S.p.A., gestore per conto delle Camere di Commercio del registro delle imprese, sottolineano come di questi statuti 2100 siano di società costituite sottoforma di S.r.l.

anzidetti investitori all'esito di un complesso processo di selezione e controllo incentrato sull'analisi delle diverse proposte di investimento sottoforma di *business plan*, valutate sotto il profilo aziendale e manageriale⁴⁸⁶.

L'attenzione che una parte della dottrina riserva a tale forma di investimento è apprezzabile tenendo a mente che, come riferisce l'8° Report italiano sul *CrowdInvesting*, l'anno 2022 è stato caratterizzato da una frenata nello sviluppo del *crowdfunding* con un numero di campagne inferiore del 13,6% rispetto a quelle dell'anno precedente, anche a causa dell'«aumento degli investimenti dei fondi di *venture capital* italiani (che potrebbe avere ridotto l'incentivo per le startup a raccogliere da fonti alternative come il *crowdfunding*)»⁴⁸⁷.

Lo sviluppo di questo ulteriore canale di finanziamento, promosso anche a livello europeo⁴⁸⁸, transita altresì per il diritto societario e, in particolare, per la predisposizione di un'adeguata struttura partecipativa dell'impresa funzionale ad accogliere e soddisfare le esigenze di questi investitori, la cui presenza nel capitale sociale di una piccola e media impresa è cruciale per garantirne crescita e sviluppo⁴⁸⁹. In questa

⁴⁸⁶ Per un'analisi del processo di investimento e, in particolare, delle varie fasi in cui è strutturato (*business plan*, attività di *due diligence*, determinazione del prezzo) si veda F.L. SATTIN, *Il processo di investimento*, in *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, a cura di A. Gervasoni e F.L. Sattin, Guerini, Milano, 2020, 305 e ss. e G. SPEDICATO, *Le operazioni di Venture Capital*, cit., 54 e ss.

⁴⁸⁷ POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul *CrowdInvesting*, 30 giugno 2023, 18 disponibile su www.osservatoriocrowdinvesting.it. Tra l'altro, rileva sottolineare che il limite alle offerte lanciate sui portali, di cui all'art. 1 del Regolamento (UE) 2020/1503, è così basso (pari a cinque milioni di euro) da consentire all'impresa di finanziarsi sugli stessi solo nelle fasi iniziali, per poi necessitare di ulteriori risorse, reperibili presso i VC. Così, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 398, nt. 175.

⁴⁸⁸ Si veda la Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2011) 870 final, *Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti*, del 7 dicembre 2011 ove si dà conto della necessità di prevedere una regolamentazione specifica dei fondi di *venture capital*, cui ha fatto seguito il Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il *venture capital* e modificato con l'ulteriore Regolamento (UE) n. 1991/2017.

⁴⁸⁹ L'apporto di tal investitori non è meramente finanziario. «Il socio investitore fornisce infatti anche una serie di servizi alquanto eterogenei (...) che possono riguardare diversi aspetti del *business* della società, dal reclutamento della dirigenza a un supporto tecnico sui prodotti da sviluppare o a un supporto in termini di strategia finanziaria.» Così A. ZANONI, *Venture capitale e diritto azionario*, cit., 32.

prospettiva, diversi e ricorrenti⁴⁹⁰ sono gli strumenti negoziali utilizzati, di regola, nelle contrattazioni statunitensi tra socio fondatore e *venture capitalist* funzionali ad abbattere i noti problemi di *agency* che intercorrono tra le parti in queste operazioni di finanziamento⁴⁹¹, la previsione dei quali si rende opportuna anche rispetto alle s.r.l. italiane al fine di promuovere un allineamento con la prassi contrattuale più diffusa a livello internazionale.

Con l'obiettivo di porsi nel solco degli studi, già richiamati, che si sono proposti di vagliare la compatibilità del diritto societario italiano con alcune delle tipiche clausole contrattuali, si presterà particolare attenzione alle clausole anti-dilutive⁴⁹², stante la circostanza che la loro operatività

⁴⁹⁰ P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit. 381 riferiscono che gli strumenti contrattuali, presenti in statuti o patti sociali, convergono verso un medesimo modello, quello degli schemi-tipo elaborati dalla *National Venture Capital Association* e che riguardano i seguenti documenti: *founders' share purchase agreement; preferred share purchase agreement; investors' rights agreement; voting agreement* e accordi limitativi della circolazione delle partecipazioni del fondatore. I modelli contrattuali sono reperibili sul sito dell'associazione (www.nvca.org). Per un'analisi di tali contratti si rinvia anche a G. A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di venture capital e private equity*, Egea, Milano, 2017, 1 e ss.

⁴⁹¹ In relazione, in particolare, ai problemi di agenzia e di asimmetria informativa si rinvia ad A. ZANONI, *Venture capitale e diritto azionario*, cit., 43 e ss.; T. HELLMANN, *The allocation of control rights in venture capital contracts*, in *RAND Journal of Economics* Vo. 29, 1998, 57 e ss.; R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, vol. 55, 200-2003, 1076. Anche P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 376 e ss. e C. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano*, cit., 156.

⁴⁹² Per l'ammissibilità di dette clausole nel nostro ordinamento v. le riflessioni di dottrina P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 418. In senso contrario C. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano*, cit., 182 che ne escludono la legittimità per la violazione del «principio della necessaria interdipendenza tra conferimento e partecipazione sociale, che trova il suo fondamentale ancoraggio positivo nell'elaborazione teorica concernente gli elementi costitutivi del contratto di società», nonché, rispetto alle *full-ratchet clause*, anche per la violazione del divieto di patto leonino. In quest'ultimo senso, in relazione alla medesima clausola, anche L. SALVATORE, *Le start-up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Le operazioni di finanziamento*. Opera ideata e diretta da Francesco Galgano, proseguita e curata da E. Panzarini con A.A. Dolmetta, S. Patriarca, Bologna, Zanichelli, 2016, 1549 ss. Sonda la compatibilità di tale clausola con il diritto di opzione e conclude ritenendo che esse «non paiono risultare uno strumento efficace al pari del diritto di preferenza o paiono essere prive di utilità, nella misura in cui si ritiene che il

può risultare agevolata a fronte della strutturazione delle quote sociali alla stregua di partecipazioni para-azionarie. La funzione di dette clausole è quella di tutelare il soggetto beneficiario, di regola il socio investitore, avverso la c.d. *percentage dilution* (diluzione nominale) e la c.d. *economic dilution* (diluzione sostanziale)⁴⁹³ della propria partecipazione, conseguente ad un *round* di investimento che sottende una svalutazione della società rispetto a quello precedente. Diversamente dal diritto di opzione europeo che tutela l'intera compagine sociale avverso i rischi di diluizione delle partecipazioni e che si fonda su un meccanismo di *opt-out*, la clausola in esame assolve una funzione anti-diluitiva solo nei riguardi del soggetto beneficiario, garantendo selettivamente il mantenimento nominale e percentuale dell'investimento del garantito a detrimento degli altri soci, usualmente dei soci fondatori.

Stante il tipico scaglionamento che caratterizza il finanziamento del *venture capitalist*, il quale non apporta le risorse finanziarie mai in un'unica soluzione ma in plurime *tranches* (c.d. *stage financing*), è ricorrente, nelle pattuizioni tipiche di queste operazioni di investimento, l'anti-diluizione quale diritto di cui beneficia il *venture capitalist*, a discapito del socio investitore, e che dispiega la sua utilità in caso di aumento di capitale con prezzo di emissione inferiore a quello del precedente *round* a cui l'investitore aveva acquisito le azioni o, comunque, all'attuale prezzo di mercato⁴⁹⁴. In particolare, stante il fatto che l'investitore VC non sottoscrive partecipazioni ordinarie bensì azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie della società⁴⁹⁵, le clausole *anti-dilution* tutelano il valore di queste

loro funzionamento possa essere compromesso dall'esercizio del diritto di recesso» A. ABU AWWAD, *Il problema delle clausole "antidiluitive"*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 175 e ss.

⁴⁹³M.A. WORONOFF, J.A. ROSEN, *Understanding anti-dilution provisions in convertible securities*, in *Fordham Law Review*, 2005, 134 che spiegano la diluzione nominale come «a decrease in the percentage of the entity an investor owns» e quella sostanziale, cioè economic dilution, come «a decrease in the economic value of the investor's investment in the entity». Su tale distinzione, molto chiaramente nella nostra dottrina P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 418.

⁴⁹⁴ Così D. WARREN, *Venture Capital Investment: Status and Trends*, in *Ohio St. Entrepreneurial Bus. L.J.*, 2011, 20 che afferma «Venture capital preferred stock price anti-dilution protection is triggered by a subsequent issuance of shares at a price lower than the pershare price that was paid by an existing holder when it purchased its preferred stock».

⁴⁹⁵ Per l'analisi del loro funzionamento e soprattutto della loro compatibilità con il diritto societario nostrano si rimanda a dottrina P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 383 e ss.

partecipazioni tramite un intervento sul relativo prezzo di conversione che sarà modellato in modo tale che, nonostante il *down-round* di finanziamento, l'investitore riceva un numero superiore di azioni ordinarie in caso di conversione.

In particolare, le clausole anti-dilutive sono distinguibili in due classi, a seconda della modalità utilizzata per assicurare l'anti-diluizione. Nel caso del *full-ratchet approach*, al socio investitore sono attribuite gratuitamente azioni di nuova emissione di modo che il prezzo di conversione sia ragguagliato a quello di emissione del *down-road*⁴⁹⁶; nel caso del *weighted average approach*⁴⁹⁷, invece, il *venture capitalist* riceverà azioni sulla base della media «tra l'effettivo ammontare di risorse raccolte con il nuovo aumento rispetto a quelle raccolte antecedentemente all'aumento»⁴⁹⁸.

Rispetto alle complesse clausole in esame, la possibilità di spersonalizzare le quote e privarle anche di valore nominale espresso ne agevolerebbe il funzionamento. Le previsioni anti-dilutive, infatti, risultano di difficile operatività in ragione anche della loro natura matematica e della necessità di effettuare complessi calcoli, ai fini della realizzazione dell'effetto protettivo della partecipazione del socio beneficiario. Da questo punto di vista, l'assenza di valore nominale, come pure un'uniformità quantitativa delle quote legata alla loro standardizzazione, faciliterebbe in sé e per sé il ricorso a simili pattuizioni,

⁴⁹⁶ «Upon a new share issuance at a lower issuance price, the existing preferred stock is amended so that it will convert into more shares of common stock. This is, in effect, a retroactive price change applied to the existing preferred stock». In questi termini D. WARREN, *Venture Capital Investment: Status and Trends*, cit., 20, la quale riporta anche un esempio « For example, an investor owns four million shares of preferred stock that is convertible into common stock on a one-for-one basis. As a result of a later issuance of shares at a lower per share price, the investor's preferred stock receives an anti-dilution adjustment that provides for each share of the preferred stock now to convert into 1.5 shares of common stock. The investor still holds four million shares of preferred stock, but now that preferred stock is convertible into six million shares of common stock. This adjustment is meaningful even if the preferred stock is never actually converted.»

⁴⁹⁷ Nel caso in cui sia adottata questa formula, essa è distinguibile in *broad-based* o *narrow-based*, a seconda dell'estensione del parametro del calcolo e, dunque, del tipo di partecipazioni considerate. Su tale distinzione v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 420, M.A. WORONOFF, J.A. ROSEN, *Understanding anti-dilution provisions in convertible securities*, cit., 149 e D. WARREN, *Venture Capital Investment: Status and Trends*, cit., 22.

⁴⁹⁸ P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 421.

garantendo per il loro tramite un aggiustamento delle partecipazioni sociali, in seguito all'ingresso di un nuovo socio investitore, più agevole. Inoltre, la standardizzazione delle quote potrebbe essere utile anche da altri punti di vista.

Per quanto un orientamento notarile⁴⁹⁹ consenta l'assegnazione gratuita di quote emesse in seno ad un aumento di capitale per il tramite del meccanismo dell'assegnazione non proporzionale *ex art.* 2468, secondo comma c.c., l'analisi statutaria, svolta da autorevoli studiosi⁵⁰⁰, ha rivelato come esse stentano a decollare nel nostro ordinamento, a causa del presumibile timore di lacerare il nesso, da molti ritenuto essenziale⁵⁰¹, tra

⁴⁹⁹ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 186 del 7 gennaio 2020, *Clausole statutarie anti-diluizione*, ove in motivazione si legge «la legittimità di una clausola che riconosca ai soci “protetti” la facoltà di vedersi assegnare gratuitamente azioni o quote nel contesto di un aumento a pagamento si giustifica considerando che tale clausola, sostanzialmente, predetermina statutariamente una ipotesi di assegnazione non proporzionale di azioni o quote ai sensi degli artt. 2346, comma 4, e 2468, comma 2, c.c. Infatti, ciò che accade nel contesto dell'aumento di capitale a pagamento che attiva la clausola antidiluizione è che, appunto, i soci sottoscrivono azioni o quote in via non proporzionale rispetto ai conferimenti effettuati. Si tratta invero di una non proporzionalità “estrema” perché i soci “protetti” sottoscrivono azioni o quote pur nulla conferendo».

⁵⁰⁰ P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, cit., 241.

⁵⁰¹ In merito alla possibilità di assegnare partecipazioni anche a fronte dell'assenza di un qualsiasi conferimento M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 421 e ss., E. GINEVRA, *La nuova disciplina del capitale sociale*, in *Dir. fall.*, 500 e F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle partecipazioni*, cit., 73 e ss. che lamentano una violazione della causa del contratto di società ed il primo autore discorrendo anche dell'esigenza di individuare un indice formale, cioè la partecipazione al capitale sociale, al quale ancorare l'acquisto della qualità di socio; A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art.* 2346, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Vol.I, Napoli, 2004, 258 e M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella nuova società a responsabilità limitata*, cit., 657 sono contrari per la violazione anche del divieto di patto leonino. Anche M. ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, cit., 716 che afferma «quanto, poi, alla possibile mancanza di un qualunque apporto, si deve sottolineare che non solo si assisterebbe all'impossibilità radicale di conteggio delle perdite ma, prima ancora, si prospetterebbe una società «gratuita», la cui inammissibilità è pacifica». In senso favorevole, invece, P. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca e Presti, Milano, 2003, 111 e ss.; M. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle*

conferimento e partecipazione che il meccanismo menzionato realizzerebbe. Le partecipazioni “protettive” assegnate al socio finanziatore pregresso verrebbero, infatti, coperte con conferimenti interamente effettuati dal nuovo finanziatore. La prassi statutaria analizzata, per superare detti ostacoli e assicurare comunque una protezione al socio finanziatore, è solita fare uso o di aumenti gratuiti successivi, coperti mediante riserve disponibili della società e sottoscritti, in deroga all’art. 2481 *ter* c.c.⁵⁰², solo dai soci beneficiari dell’anti-diluzione; oppure, di aumenti di capitale secondari, a pagamento e parimenti riservati ai soci protetti⁵⁰³. In relazione a questi ultimi, in particolare, la previsione di partecipazioni standardizzate con un valore nominale molto basso, o pressoché inesistente, potrebbe risultare utile nella misura in cui limita l’esborso economico che il socio tutelato è tenuto fronteggiare per evitare una diluizione della sua partecipazione, sostanziale e nominale.

Nel tentativo di replicare appieno il funzionamento delle clausole di anti-diluzione americane, ove il *venture capitalists* beneficia, nello stesso *round* di finanziamento e non in un diverso aumento a servizio (reale o

società di capitali, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, 206; M. LIBERTINI, A. MIRONI, P. M. SANFILIPPO, *sub art. 2346 del Codice civile in Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d’Alessandro, vol. II, t. 1, Piccini, Padova, 2010, 748.

Con riguardo alla clausola in esame sottolineano la sua illegittimità in ragione della sproporzione estrema che essa realizzerebbe tra partecipazione e conferimento C. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano*, cit., 182, affermando «disciplinando un procedimento volto all’assegnazione di azioni o quote senza alcun conferimento, le clausole anti-dilutive, in entrambe le versioni immaginabili, condurrebbero, sul piano oggettivo, ad un’ipotesi di «sproporzionalità estrema» e, quindi, sul piano soggettivo, all’emersione di un’ipotesi di «socio non conferente». In quanto tali, esse mal si concilierebbero con il sistema del diritto societario vigente». In senso contrario e, dunque, favorevole all’anzidette clausole in relazione a tale profilo P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 422 e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 186 del 7 gennaio 2020, *Clausole statutarie anti- diluizione*.

⁵⁰² Si rimanda alla nt. 428 in merito ai riferimenti dottrinali favorevoli alla derogabilità dell’anzidetta disposizione e, in particolare, alla regola della proporzionalità in seno ad operazioni di aumento nominale del capitale.

⁵⁰³ P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, cit., 244 i quali rilavano che «dall’esperienza italiana sembra emergere una preferenza per gli aumenti di capitale «a servizio», a pagamento e al valore nominale, così imponendo al socio beneficiario di supportare un ulteriore esborso, sia pure nella stragrande maggioranza dei casi di ridottissimo ammontare. Tale approccio rivela probabilmente il timore di incorrere in quella «sproporzione estrema» della cui legittimità, a nostro parere non fondatamente, si discute».

nominale), di ulteriori partecipazioni “protettive” in via gratuita, si rileva il potenziale utilizzo di quote senza valore nominale in funzione anti-diluitiva. L’assegnazione di quote in un numero tale da evitare la diluizione della partecipazione del socio *venture capitalist* potrebbe avvenire per il tramite di quelle operazioni tipiche della prassi notarile inerenti all’emissione di nuove azioni, là dove prive di valore nominale, senza un contestuale aumento del capitale sociale⁵⁰⁴ e che lo stesso Consiglio notarile di Milano estende, da ultimo, anche al caso di quote di s.r.l. PMI standardizzate senza valore nominale esplicito⁵⁰⁵. Differentemente dall’operazione di aumento reale con conferimenti non proporzionali, l’operazione *de qua* non avrebbe bisogno, al fine dell’emissione delle ulteriori quote anti-dilutive, del rispetto delle norme relative alla formazione e alla copertura del capitale, producendosi – in luogo dell’aumento di questo – la riduzione della parità contabile di tutte le quote già in circolazione. Il diritto all’assegnazione gratuita delle quote anti-dilutive potrebbe essere strutturato alla stregua di un diritto particolare in favore del socio-finanziatore ai sensi dell’art. 2468 c.c.

Sull’assunto dell’assenza di un valore esplicito delle quote standardizzate, l’effetto anti-diluitivo, inoltre, potrebbe essere raggiunto, anziché mediante l’emissione di quote ulteriori assegnate in via gratuita, tramite dei meccanismi di aggiustamento dei valori delle partecipazioni di *venture capitalists* e soci fondatori in grado di assicurare un rimodellamento del prezzo di conversione delle quote convertibili di cui è titolare il socio *venture capitalist*.

Inoltre, la previsione di partecipazioni tipo risulterebbe funzionale alle operazioni di finanziamento in analisi anche da altri punti di vista. Ricorrente nella prassi del *venture capital* è, anche, lo strumento della conversione di partecipazioni o strumenti di *debt*, rispetto al quale l’utilizzo della standardizzazione delle quote potrebbe semplificare la previsione dei meccanismi di cambio là dove i termini da riportare costituiscano delle frazioni *standard* ovvero, relativamente ai titoli di debito, delle grandezze omogenee (quand’anche la conversione non sia di per sé ostacolata dalla necessità di attribuire al titolare un’unica partecipazione).

⁵⁰⁴ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 169, *Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento del capitale sociale*, 7 novembre 2017.

⁵⁰⁵ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 25, *Quote standardizzate senza indicazione del valore nominale nelle s.r.l. PMI.*, del 25 ottobre 2022.

L'introduzione di quote senza valore nominale potrebbe risultare utile anche nell'agevolare il funzionamento di altre clausole tipiche, quali quelle di *earn-out*, parimenti frequenti nei contratti di investimento *venture capital* e funzionali a condizionare al raggiungimento di determinate obiettivi l'erogazione di parte del finanziamento in *equity*. Trattasi di pattuizioni previste là dove nel corso delle trattative si riscontri un disaccordo tra le parti nella valutazione della società e, dunque, nella determinazione del conferimento da espletare in cambio di partecipazioni sociali, tale per cui le stesse pattuiscono delle modalità di aggiustamento della partecipazione acquisita dall'investitore, che potrà essere modificata, in aumento o riduzione, a seconda del raggiungimento di determinati obiettivi⁵⁰⁶. Per le medesime, sebbene nel contesto di aumenti di capitale con conferimenti in natura⁵⁰⁷, si caldeggia l'utilizzo di partecipazioni prive di valore nominale che agevolano l'emissione di ulteriori partecipazioni da attribuire al beneficiario della clausola in conseguenza di un aggiustamento in aumento del conferimento, non ponendo le stesse problemi di copertura del capitale sociale.

L'analisi effettuata dimostra l'opportunità di non rilegare l'ambito applicativo della nuova fattispecie di partecipazione sociale in s.r.l. alle sole società aperte o in procinto di aprirsi ai mercati, rivelando l'esistenza di vantaggi connessi alla sua previsione anche nel contesto di imprese strutturalmente chiuse e contribuendo, in tale maniera, all'implementazione di una prassi di finanziamento che sta progressivamente espandendosi anche in Europa e in Italia⁵⁰⁸. Spunti in questa direzione provengono dall'ordinamento austriaco di ispirazione del modello della quota unica permanente accolto nel nostro Codice civile

⁵⁰⁶ Sull'uso della clausola di *earn-out* nelle contrattazioni di *venture capital* v. G. A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di venture capital e private equity*, cit., 19 e ss.; F.L. SATTIN, *Il processo di investimento*, in *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 401; S. CROSIO, C. GREGORI, *Acquisizione di società ad elevato contenuto tecnologico: clausole di earn-out e dichiarazioni e garanzie del venditore*, in *Contratto e Impr.*, 2000, 3, 1109 e ss.

⁵⁰⁷ Il riferimento è a CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 170 del 7 novembre 2017, Aumenti di capitale con "earn out" e "bonus shares"*. V. anche L. S. LENTINI, *Aumento di capitale con clausola di earn out: a proposito della massima notarile "Milano 170"*, in *RSD*, 2023, 845 e ss.

⁵⁰⁸ ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT, *Il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2023, documento in cui sono riportati i dati del mercato italiano relativi a questo settore di investimento, reperibile al seguente link: <https://www.aifi.it/it/private-equity-e-venturecapital>

e recentemente ritoccato dal legislatore straniero con l'introduzione⁵⁰⁹ della c.d. *Flexible-Kapitalgesellschaft*, definita come "Hybridform zwischen der GmbH und der Aktiengesellschaft"⁵¹⁰, ed appositamente introdotta per le esigenze specifiche delle *start-up* e imprese innovative⁵¹¹. Come il termine inglese suggerisce⁵¹², il nuovo tipo sociale austriaco è stato costruito in modo da risultare particolarmente attrattivo per investitori professionali (VC, *business angels*), riproducendo per il medesimo la struttura finanziaria propria della s.p.a.⁵¹³ e prevedendo espressamente che le partecipazioni sociali, c.d. *stückanteilen*⁵¹⁴, siano indivisibili, con valore nominale implicito

⁵⁰⁹ *Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2023 (GesRÄG 2023)*, che all'art. 1, rubricato *Bundesgesetz über die Flexible Kapitalgesellschaft* introduce la *Flex-KapG (Bundesgesetz über die Flexible Kapitalgesellschaft)*. In dottrina H.FLEISCHER, M.PENDL, *Die Flexible Kapitalgesellschaft als österreichische Rechtsformneuschöpfung: Genese – Grundlagen – Gesamtwürdigung*, in *GmbHHR*, 2024, 174 ss.; E.H. PENDL, M. PENDL, „*Flexible Kapitalgesellschaft*“ – Entwurf einer *Start-up-Rechtsform für Österreich*, in *GmbHHR*, 2023, R224 ss.; S. KALSS, *Die flexible Kapitalgesellschaft – eine neue Rechtsform für Österreich*, in *NZG*, 2023, 1437; F. HULE, C. THOMALE, *The Flexible Company – Austria's venture to attract Venture Capital*, in *Oxford Business Law Blog*, reperibile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2024/02/flexible-company-austrias-venture-attract-venture-capital>. Nella dottrina italiana, per un commento su questa riforma v. P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperta: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista ODC*, 2024, 198 e ss.

⁵¹⁰ Così la "Erläuterungen" reperibile su <https://www.parlament.gv.at/gegenstand/XXVII/ME/276>.

⁵¹¹ *Vorblatt und Wirkungsorientierte Folgenabschätzung* reperibile al link indicato qui di seguito:

<https://www.parlament.gv.at/gegenstand276/XXVII/ME/>

⁵¹² H.FLEISCHER, M.PENDL, *Die Flexible Kapitalgesellschaft als österreichische Rechtsformneuschöpfung: Genese – Grundlagen – Gesamtwürdigung*, cit., 174 (Heft 04) ove si sottolinea «Zugleich soll durch den englischen Ausdruck ihre Attraktivität für internationale Venture-Capital-Investoren hervorgehoben werden.»

⁵¹³ In questo senso E.H. PENDL, M. PENDL, „*Flexible Kapitalgesellschaft*“ – Entwurf einer *Start-up-Rechtsform für Österreich*, cit., R224 (Heft 15).

⁵¹⁴ Il § 13 dell'Artikel 1 della Legge citata dispone espressamente che «*Der Gesellschaftsvertrag kann vorsehen, dass die Geschäftsanteile in Stammeinlagenanteile von jeweils zumindest 1 Euro Nennbetrag gestückelt sind (Stückanteile). In diesem Fall gilt § 75 Abs. 2 GmbHG nicht. Jede Gesellschafterin kann mehrere Stückanteile gleicher oder unterschiedlicher Gattung halten und darüber getrennt verfügen. Eine Teilung von Stückanteilen (§ 79 Abs. 1 GmbHG) ist nicht möglich*». Considerando che il termine *Stückanteilen* richiama quello utilizzato dalla *Aktiengesetz* al § 8 (*Stückaktien*) che è traducibile nel senso di partecipazioni senza valore nominale, sembrerebbe che anche queste partecipazioni, di cui alla *Flexible Kapitalgesellschaft*, siano da intendersi come tali. V. però l'opinione pervenuta del Dr. Prof. Georg Eckert dell'Institut für

pari almeno ad un euro e con la possibilità di incorporare diritti diversi (c.d. *unterschiedlich Gattung*). Si dispone, inoltre, che ciascun socio potrà detenere più partecipazioni e disporne separatamente in deroga al § 75(2)⁵¹⁵ della *GmbH-Gesetz* austriaca che introduce, per la corrispondente s.r.l., il principio di unicità della quota sociale, anche in caso di acquisto di una successiva partecipazione.

3.1.1. Il superamento dell'unicità della quota sociale nelle altre s.r.l. chiuse

Guardando sempre alla fattispecie di pluralità di quote configurate alla stregua di azioni, la loro previsioni del contesto di s.r.l. chiuse ai mercati viene suggerita anche per altre rilevanti ragioni.

Anzitutto, assume rilievo l'analisi che è stata in precedenza espletata con riguardo all'emergente carattere di autonomia della partecipazione sociale standardizzata. Com'è stato riferito, si ritiene che l'adozione del modello di plurime quote-tipo rende le stesse giuridicamente autonome, tanto sul piano circolatorio, quanto sul piano dell'esercizio dei diritti sociali. La standardizzazione delle quote consente di considerare le stesse, al pari delle azioni, alla stregua di beni autonomi e passibili come tale di considerazione individuale, anche se in molteplicità di titolarità di uno stesso socio. La standardizzazione delle partecipazioni è la causa di un tale effetto, il quale si ritiene parimenti conseguibile nella s.r.l. che opti per lo schema classico della quota unica permanente. In quest'ultimo caso, la strada da percorrere per un tale risultato è quella tumultuosa, già messa a fuoco, degli interessi in gioco, la cui valutazione caso per caso potrebbe consentire, anche in assenza di standardizzazione e

Unternehmensrecht, Universität Wien al Progetto di Legge austriaco in esame (reperibile al seguente link <https://www.parlament.gv.at/PtWeb/api/s3serv/file/9812eef1-26de-45cb-ba79-76fab5cde100>), dove si legge, in commento al § 13 dell'Artikel 1, che «Die Bezeichnung „Stückanteile“ ist wegen der aktienrechtlichen Terminologie der Stückaktie (§ 8 Abs 3 AktG) etwas unglücklich. „Stückanteile“ iSd § 13 FlexKapGG haben anders als Stückaktien sehr wohl einen Nennbetrag. Die Einführung echter „Stückanteile“ wie in § 8 Abs 3 AktG wäre übrigens wegen der mit dieser Art Anteilen verbundenen Vorteilen bei Kapitalmaßnahmen sehr zu befürworten.»

⁵¹⁵ Il § 75(2) dispone che «Jedem Gesellschafter steht nur ein Geschäftsanteil zu. Übernimmt ein Gesellschafter nach Errichtung der Gesellschaft eine weitere Stammeinlage, so wird sein bisheriger Geschäftsanteil in dem der erhöhten Stammeinlage entsprechenden Verhältnisse erhöht».

conseguente autonomia giuridica della quota, un esercizio parziale o divergente dei diritti sociali. Resta il fatto che il criterio indicato, di cui l'interprete dovrebbe tenere conto nell'espletazione di siffatta valutazione, non è agevolmente applicabile. Di converso, la predisposizione di una struttura partecipativa conformata su unità indivisibili e standard, tutte fonte di uguali diritti e doveri e, dunque, autonome faciliterebbe il soddisfacimento dell'interesse del socio a che egli possa, nel rispetto dei principi di correttezza e buona fede, modulare parzialmente l'esercizio dei suoi diritti o che possa, ad esempio, considerarsi moroso per la quota non liberata in sede di aumento di capitale, senza subire un annullamento integrale della sua partecipazione o una sospensione totale del suo diritto di voto. Si converrà in merito alla considerazione che le anzidette esigenze non sono collegate alla vocazione finanziaria della società a cui è principalmente ispirato un assetto partecipativo para-azionario, ben potendo esse emergere anche in società dal carattere chiuso. Questa considerazione induce a ritenere che una scelta statutaria orientata alla conformazione delle quote come entità giuridicamente autonome sarebbe giustificata anche nelle s.r.l. chiuse, sì da consentire al socio titolare di disporre isolatamente delle partecipazioni in maniera più agevole.

Andando oltre nella trattazione, vengono in considerazione i diritti particolari rispetto ai quali emerge l'esigenza di ammettere un possibile superamento del principio di unicità della quota, quantomeno sotto il profilo del divieto di titolarità plurima. Seguendo, infatti, un orientamento dottrinale consolidato che consente il trasferimento di detti diritti unitamente alla quota a fronte di una previsione statutaria⁵¹⁶, la preventiva standardizzazione del capitale e la collegata possibilità per un singolo socio di divenire titolare di più partecipazioni agevola la gestione del diritto particolare. La necessaria unicità della quota sociale, infatti, può

⁵¹⁶ A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Giuffrè, Milano, 2009, 190 e ss.; anche M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazione*, cit., 333 e ss. e A. TRICOLI, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 1029 e ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., 823 che sottolinea come sia controverso se, in caso di previsione statutaria che consenta la libera trasferibilità della quota, il vincolo sulla medesima si trasformi nell'attribuzione ai soci del diritto di recesso. V. DONATIVI, *Diritti particolari dei soci*, cit. 997. Nel senso della necessità della maggioranza dei soci per la circolazione del diritto particolare L.A. BIANCHI, A. FELLER, art. 2468, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P-Bianchi L.A.-Ghezzi I- Notari M., Milano, 2008, 335. *Contra* M. MALTONI, *La partecipazione sociale*, cit., 221.

presentare delle complicazioni⁵¹⁷ là dove un socio ordinario acquisti una successiva partecipazione unitamente ad un diritto particolare che sia collegato alla misura della stessa, quale ad esempio un diritto ad un utile maggiorato⁵¹⁸. La titolarità plurima delle quote- risultato che comunque non passa inevitabilmente per la preventiva standardizzazione⁵¹⁹- potrebbe essere statutariamente prevista per legare definitivamente la misura del privilegio alla dimensione della quota (o al suo valore assoluto o al suo valore percentuale), evitando che l'incremento di quest'ultima, conseguente alla riferita unicità della partecipazione, sollevi dubbi in ordine alla quantificazione di quel diritto particolare⁵²⁰.

Il trasferimento eventuale della quota privilegiata deve, inoltre, fare i conti con la naturale divisibilità della partecipazione, la cui ipotizzabile cessione parziale impone all'autonomia statutaria di disciplinare precisamente le sorti del diritto particolare⁵²¹. A tale riguardo,

⁵¹⁷ Rileva questa complicazione circa l'unicità della quota in collegamento con i diritti particolari, con riguardo a «quelli particolari che non transitino per il voto» A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci, cit.*, 197. Anche M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema, cit.*, 828.

⁵¹⁸ Sui diritti particolari inerenti alla distribuzione degli utili e per una relativa rassegna si rinvia a V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci, cit.*, 850 e ss.

⁵¹⁹ La standardizzazione del capitale sociale, comportando l'operatività di un meccanismo analogo alle azioni in punto di loro assegnazione ex art. 2346, 4° co. c.c., determina l'automatico acquisto di plurime quote, le quali saranno attribuite pur sempre in funzione del conferimento espletato.

⁵²⁰ S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori, cit.*, 221 che afferma «Nell'eventualità della titolarità di una quota ordinaria e di un diritto particolare (...) si mantiene l'unitarietà della quota in capo al socio, anche nell'ipotesi di successivo incremento della stessa, ma il diritto particolare resterà immutato, in quanto collegato alla persona del socio e deve ritenersi che ciò si verifichi non solo là dove il diritto sia indipendente dall'entità della partecipazione (come, ad esempio, nel caso di diritti particolari relativi all'amministrazione), ma anche nell'ipotesi in cui il privilegio sia invece tale da risentire della misura quantitativa della quota». Secondo l'autrice la misurazione del diritto può aumentare di pari passo con l'incremento di valore della quota alla stregua di una modifica del diritto particolare in sé e per sé ai sensi dell'art. 2468, 4° comma c.c.

⁵²¹ L.A. BIANCHI, A. FELLER, *art. 2468, cit.*, 310, secondo i quali, ammessa la divisibilità statutaria della quota, sarebbe necessario un regime integrativo articolato con riguardo alla sorte dei diritti connessi alla frazione di partecipazione ceduto. A tale riguardo si v. M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazione, cit.*, 337 che ritiene che se il diritto sia frazionabile, come il privilegio sugli utili, esso potrà continuare ad essere incorporato nella partecipazione e che venga suddiviso, in caso di alienazione parziale, in proporzionale alla quota trasferita; se il diritto è infrazionabile,

la possibilità che il socio risulti titolare tanto della quota “particolare” quanto della quota ordinaria ne semplificherebbe i trasferimenti isolati, senza che occorra una specifica regolamentazione statutaria del diritto particolare e senza che assuma alcun rilievo l’eventuale frazionabilità o infrazionabilità del diritto particolare. Occorre precisare che la soluzione propugnata non propone una serializzazione dei diritti diversi incorporati nelle varie partecipazioni sociali, serializzazione rispetto alla quale residuerebbero pochi margini di distinzione rispetto all’istituto delle categorie di quote che, già di per sé, è legislativamente ammesso nelle s.r.l. chiuse. Muovendo dalla condivisione dell’orientamento maggioritario che promuove una circolazione del diritto particolare, nonostante la sua natura *soggettiva*, la tesi⁵²² avanzata propone un superamento del principio di unicità della quota sociale sotto il profilo della necessaria titolarità di una singola partecipazione e dell’unificazione soggettiva di partecipazioni successivamente acquisite, nella misura in cui in statuto si preveda il possibile trasferimento del diritto particolare unitamente alla quota sociale. Nell’ottica, infatti, dell’istituto dei diritti particolari, esclusivamente quest’ultima previsione statutaria renderebbe opportuno

come quello di nomina di un amministratore, la sua sorte dovrà essere determinata in statuto. A. TRICOLI, *Sull’ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 1029 che ritiene ammissibile la cessione parziale di quote dotate di diritti misurabili, con conseguente riduzione del diritto in capo all’alienante, ed escludendo invece la cessione parziale di quote dotate di diritti non misurabili, come il diritto di nomina di un amministratore, le quali, essendo dotate di un diritto unitario, sarebbero indivisibili.

Si tengano, poi, a mente quegli orientamenti che negano proprio la divisibilità della partecipazione in caso di attribuzione di diritti particolari. G. SANTONI, *op. ult. cit.*, 390 che sottolinea come questi elementi potrebbero essere facilmente compromessi se fosse consentito al socio di cedere parzialmente la sua quota, trasferendola in parte a terzi o liberandosi di gran parte della sua partecipazione la cui qualificazione, invece, come quota di maggioranza giustificava l’attribuzione di un diritto amministrativo particolarmente incisivo. Anche P. PISCITIELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, cit, 726 nt. 17 il quale, pur sostenendo la tesi della divisibilità naturale e del conseguente recesso parziale, afferma che qualora siano attribuiti diritti particolari «debba escludersi il recesso parziale», stante per l’appunto l’esclusione in questo caso della divisibilità della quota. C’è, poi, la tesi di A. BLANDINI, *op. ult. cit.*, 198 e ss. che, pur ritenendo possibile far circolare il diritto particolare, esclude una tale circolazione là dove venga trasferita una parte della partecipazione.

⁵²² Ritengono che il socio sia titolare tanto di una quota ordinaria quanto di una quota a cui è ancorato un diritto particolare A. TRICOLI, *Sull’ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 1029; M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazione*, cit., 337.

il prospettato abbandono dell'unicità della quota sociale al fine di agevolare la circolazione del diritto particolare. Ciò in quanto solo la riferita trasferibilità del diritto instaurerebbe un collegamento con la quota sociale tale da rendere opportuna l'agevole identificazione di quest'ultima e, tramite essa, del diritto ai fini della loro cessione. La quota collegata al diritto particolare dovrà essere anche statutariamente indivisibile e, dunque, eventualmente standardizzata, evitandosi così i problemi che il proposto superamento del divieto di titolarità plurima mira ad eliminare.

La prospettazione di questa tesi necessita, infine, di una doverosa precisazione. Essa potrebbe risultare *prima facie* priva di una rilevanza concreta in ragione della positiva ammissibilità di categorie di quote anche nelle s.r.l. chiuse e della loro naturale propensione a circolare unitamente ai diritti diversi in essa incorporati. Basta a tale riguardo rilevare che i diritti particolari possono avere un contenuto differente rispetto a quelli propri delle categorie di quote e non necessariamente più limitato⁵²³ e rispetto ad essi si ritiene parimenti meritevole di tutela l'interesse dei titolari alla loro circolazione e monetizzazione.

Le opportunità, dunque, di un abbandono del secolare carattere di unicità della partecipazione sotto il profilo dei suoi derivati del divieto di standardizzazione del capitale sociale e del principio *un socio, una quota sociale* sono state ampiamente enunciate anche relativamente alla s.r.l. priva di vocazione finanziaria e che intenda preservare la rilevanza centrale dei soci. L'adozione di una tecnica di suddivisione del capitale sociale in plurime, predeterminate ed indivisibili unità partecipative anche nelle s.r.l. chiuse non si porrebbe in contrasto con il carattere chiuso e personalistico dell'ente ma potrebbe semplicemente sottendere le esigenze poc'anzi evidenziate.

⁵²³ Fermo restando che le categorie di quote possono incorporare anche diritti non limitati agli utili e all'amministrazione e hanno un contenuto, in linea di massima, più ampio [P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, p. 116 e ss.; O. CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in *Impresa e mercato*, Studi dedicati a Mario Libertini, Tomo I, Impresa e società, Milano, Giuffrè, 2015, p. 83; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n.173 del 27 Novembre 2018, Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*], come riferisce S. ADDAMO, *Passaggio generazionale nell'amministrazione delle s.r.l. a base familiare*, cit., 859 i diritti che presuppongono che il titolare sia direttamente la persona del socio, come il diritto ad essere amministratore, non potrebbero però essere configurati mediante l'istituto delle categorie di quote. Anche C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella S.r.l.*, cit., 259. *Contra*: M. CIAN, *S.r.l. PMI, S.r.l., S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., 835, il quale sostiene che oggetto della categoria potrebbe essere il potere di nomina di uno o più amministratori.

L'analisi, che è stata espletata nella prima parte del lavoro⁵²⁴ ha, tra l'altro, evidenziato l'assenza nella nostra legislazione, originaria e attuale, di un qualsiasi indice testuale da cui possa desumersi l'opzione normativa per il modello della «quota unica permanente» di matrice austriaca, risultando, per vero, maggiormente rispondente alla lettera della legge intendere l'unicità della quota alla maniera germanica e, dunque, secondo il modello della «quota unica iniziale». Sotto il profilo, poi, del divieto di standardizzazione del capitale sociale, quale derivato tradizionale del principio di unicità della quota, si è rivelato, poi, che l'attribuzione ai soci di quote eguali, seriali e cumulabili potrebbe, comunque, favorire le prospettive per la società di reperire le risorse di cui necessita, quand'anche al di fuori dei mercati finanziari. In altre parole, stante la libera cessione delle quote sociali anche nella s.r.l. chiusa, l'opzione per lo schema delle pluralità di quote, contrapposto ai modelli della quota unica, dispiega la sua utilità anche relativamente ad una società che non intenda affatto aprirsi ai mercati, senza al contempo rinunciare al reperimento "privatistico" di risorse finanziarie.

Inoltre, il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, da questo punto di vista, non sembra ostativo ad una soluzione statutaria di questo tipo, stante la sua lettura come proibizione legale della sola cartolarizzazione delle quote sociali. L'anzidetta previsione, tutt'ora vigente per tutte le s.r.l., non sarebbe ostativa ad una conclusione di questa specie neanche a prospettarne ancora l'interpretazione tradizionale, fondata sulla polisemia che riguarda il termine azione. Le vicende tumultuose che negli ultimi anni hanno riguardato la s.r.l. e, in particolare, il positivo abbandono del divieto di offerta al pubblico delle quote sociali che si è realizzato tramite le stesse, sanciscono il definitivo abbandono della valenza tipologica che la dottrina classica aveva attribuito anche al collegato divieto di emissione delle azioni nella s.r.l.

La tesi prospettata, favorevole ad una standardizzazione del capitale sociale anche di una s.r.l. chiusa, induce a sottolineare che esclusivamente un'effettiva negoziazione delle partecipazioni in s.r.l. sui mercati ne consente l'assunzione della qualifica di valore mobiliare. Non sarebbe, dunque, sufficiente la mera predisposizione di un assetto partecipativo para-azionario, adottabile anche nel contesto di una s.r.l. che non intende intercettare i mercati dei capitali. Per quanto, infatti, l'adozione di una struttura partecipativa para-azionaria possa essere sintomatica di una prossima interazione con i mercati, esclusivamente una

⁵²⁴ Si rinvia al paragrafo 3.5. del Capitolo I.

sollecitazione effettiva dell'investimento per il tramite di un'offerta pubblica sui portali di *crowdfunding* o sui mercati di crescita consentirebbe la realizzazione di una vera apertura e assicurerebbe l'integrazione del requisito della *negoziabilità* quanto alle sue partecipazioni che ne decreta, tra gli altri, la riconduzione alla *species* dei valori mobiliari⁵²⁵. Detta precisazione è rilevante nella misura in cui si ritenga che il collegamento della s.r.l. con i mercati comporti l'assoggettamento della società ad uno statuto normativo *ad hoc*, la delineaazione del quale occupa il tempo e gli sforzi di un'ampia dottrina impegnata nella ricostruzione, mediante addizioni e sottrazioni di normativa della s.r.l. e della s.p.a., della legislazione applicabile alle s.r.l. "aperte"⁵²⁶.

⁵²⁵ Si condivide l'orientamento di E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 680 e ss. il quale nell'accogliere una nozione di negoziabilità in senso lato ne sottolinea il legame con l'offerta al pubblico, ritenendo che, contrariamente da quanto sembra desumersi dall'art. 1, comma *1bis* tuf, il prodotto finanziario diventa un valore mobiliare solo quando faccia parte di un'offerta al pubblico, cioè «unicamente il passaggio da una negoziazione potenziale a quella reale nel mercato dei capitali trasforma un prodotto finanziario in un valore mobiliare». *Contra* la dottrina maggioritaria che propende per la semplice negoziabilità (intesa nel senso di facilità del bene ad essere negoziato) nel mercato dei capitali come necessario requisito del valore mobiliare. Per tutti v. le considerazioni di M.ONZA, L. SALOMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 575 e ss.

⁵²⁶ Alla luce dell'unanime opinione, anteriore alla Legge capitali, che nega la riconduzione della s.r.l. "aperta" alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2325 *bis* c.c. con conseguente inapplicabilità della disciplina dedicata alle società quotate e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante e sul presupposto della necessità di ritoccare la disciplina codicistica, costruita attorno ad una società chiusa, la dottrina maggioritaria si è occupata della costruzione di uno statuto *speciale* riguardante la s.r.l. aperta. V. gli scritti di P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1461; M. CIAN, *S.r.l. PMI, S.r.l., S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., 815; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, cit., 245 che delineaano una disciplina "speciale" applicabile o in conseguenza dell'offerta al pubblico delle quote o, addirittura, della mera conformazione degli assetti partecipativi in funzione di questa destinazione. *Contra* O. CAGNASSO, *la s.r.l. piccome e media impresa (PMI)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibbi, G. Marasà, I. Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 105; ID., *La s.r.l. «aperta»*, cit., 238 che ritiene necessaria, ai fini dell'applicazione dello statuto differenziato, l'effettiva promozione dell'offerta al pubblico delle quote. Per una classificazione dei diversi approcci dottrinali circa la ricostruzione di questo statuto si vedano P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 398 e ss.

4. Riepilogo dei risultati dell'indagine

L'analisi espletata nelle precedenti pagine ha rivelato la sussistenza di un'intrinseca connessione tra assetti partecipativi e destinazione, privatistica o pubblicistica, dell'attività di impresa o, se si preferisce, del capitale sociale. L'apertura della compagine sociale della s.r.l. anche all'indistinto pubblico degli investitori anonimi ha, infatti, dato luogo ad uno scardinamento dello schema partecipativo tradizionale, che ha perso i suoi connotati personalistici, irrobustiti con la riforma del 2003, acquisendo, invece, i tratti finanziari che connotano la partecipazione azionaria.

Per meglio dire, l'analisi condotta ha evidenziato non un superamento dell'assetto partecipativo codicistico in sé e per sé ma della sua esclusività ed inderogabilità, rilevando come sia ad oggi attribuita all'autonomia statutaria ampia libertà nella conformazione delle quote sociali. Si spazia, infatti, dal classico schema di quote sociali uniche per ciascun socio e divisibili, a quello, di recente emersione, di quote *standard* e seriali, sicché ad oggi la s.r.l. si caratterizza per un'innovativa flessibilità della propria struttura partecipativa. Quota "ordinaria" e quota finanziaria sono, infatti, modelli conformativa della partecipazione sociale a disposizione dell'autonomia sociale la quale, a seconda della destinazione che intende imprimere all'affare comune, potrà usufruire dell'uno o dell'altro modello.

Si è, infatti, precisato quello che è l'ambito di applicazione dei diversi schemi di partecipazione sociale, delineandolo avendo riguardo alle esigenze che meglio possono essere perseguite tramite la loro adozione e alla chiusura o meno della società, che da quegli schemi viene ad essere connotata, verso i mercati. Si è anche rilevato come i medesimi non abbiano un campo di operatività delimitato ed invalicabile, sottolineandosi come anche nelle s.r.l. chiuse, diversamente da quanto ritenuto in passato, sia possibile optare per quote sociali standardizzate, autonome ed indivisibili.

È, poi, ben possibile, come riferito, dare luogo ad una struttura partecipativa ibrida, caratterizzata dalla convivenza di quote ordinarie e quote finanziarie, la quale presenta un'ampia potenzialità attrattiva verso il tipo capitalistico minore che, per il tramite della sua struttura eclettica, è in grado di soddisfare contemporaneamente le esigenze di un ampio e variegato pubblico di investitori. A tale riguardo, si rileva come la segnalata duttilità partecipativa rappresenta una vera e propria esclusività della s.r.l. riformata che, da questo punto di vista, si caratterizza per essere

l'unico tipo sociale in grado di offrire una simile libertà di scelta in merito alla fisionomia delle partecipazioni.

Da un contesto normativo ed interpretativo in cui il modello della «quota unica permanente» era ritenuto inderogabile e, dunque, unico, si è quindi transitati ad un sistema incentrato su una duplicità di fattispecie di partecipazione sociale che potranno essere variabilmente adottate in base alle esigenze sottese all'attività imprenditoriale intrapresa.

La rilevata duplicità di schemi partecipativi, se da un lato connota in senso innovativo il tipo per quote, dall'altro lato rende evidente la perdita di un tratto tipologico che ha tradizionalmente connotato la s.r.l., la quale è stata storicamente identificata e differenziata, nel contesto delle società di capitali, proprio avendo riguardo ai connotati esclusivi della sua quota di partecipazione. L'analisi ha, in realtà, messo in luce come la considerazione tradizionale circa l'imperatività di quei connotati sia stata il frutto di un'interpretazione equivoca dell'art. 2468 c.c., sicchè l'autonomia statutaria avrebbe potuto optare per un modello partecipativo para-azionario anche alla luce della normativa previgente.

Ad ogni modo, la perdita della valenza tipologica del divieto di emissione delle azioni, unitamente allo svuotamento che ha subito il divieto di offrire al pubblico le quote sociali, induce l'interprete a ricercare ulteriori elementi disciplinari a cui ancorare l'individuazione dell'identità della società a responsabilità limitata. L'emersione, infatti, di una partecipazione sociale completamente appiattita sulla partecipazione azionaria ripropone i dibattiti anteriori alla riforma del 2003, quando la dottrina si dimenava per distinguere la s.r.l. dalla vicina società per azioni⁵²⁷.

Infatti, è incontestabile, oramai, che l'essenzialità del tipo non può essere più rintracciata avendo riguardo alla diversa tecnica di divisione e creazione delle quote di partecipazione. Ad oggi, infatti, anche nella s.r.l., a prescindere dal carattere chiuso o aperto dell'iniziativa comune, è possibile optare per partecipazioni uguali, indivisibili e seriali, tendenzialmente analoghe alle azioni, anch'esse tradizionalmente connotate da questi caratteri; anche nella s.r.l. la quota sociale può essere pensata sia come partecipazione all'organizzazione d'impresa, sia come prodotto finanziario, della *species* dei valori mobiliari, offerto ai mercati.

Gli elementi distintivi residui, infatti, non sono ritenuti tali da differenziare le partecipazioni sociali e, per il loro tramite, i tipi sociali.

⁵²⁷ V. per tutti G. ZANARONE, *S.r.l. contro s.p.a. nel cammino della riforma*, in *Giur. comm.*, 1995, 401.

Il divieto di rappresentare le quote in azioni, anche nella sua interpretazione restrittiva concernente l'emissione dei titoli partecipativi, non assume più la stessa valenza connotante del tipo del passato. La possibilità di dematerializzare le quote sociali, infatti, consente a queste ultime di circolare in base alle tecniche cartolari in ragione della replicabilità rispetto alla circolazione scritturale dei principi di cui agli artt. 1992 e ss. e della tutela reale e obbligatoria accordata da dette disposizioni ed espressa agli artt. 83-*quinquies* e 83-*septies* t.u.f.⁵²⁸. La partecipazione sociale in s.r.l., al pari dell'azione, quand'anche non sia propriamente incorporabile nella *chartula*, circola sostanzialmente come se fosse un titolo partecipativo. Non può che dubitarsi, dunque, dell'idoneità del divieto ad individuare un tratto fondante del tipo sociale, risultando addirittura lecito interrogarsi in merito all'opportunità del suo mantenimento in vigore, la cui abrogazione consentirebbe anche alle s.r.l. grandi di dematerializzare le proprie quote.

Secondariamente, le quote, diversamente dalle azioni, secondo l'orientamento maggioritario⁵²⁹, non potrebbero essere negoziate e

⁵²⁸ M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 691 e ss. Anche G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 510 e ss.

⁵²⁹ L'opinione maggioritaria ritiene che la s.r.l. non potrebbe mai fare «ricorso al mercato del capitale di rischio» ai sensi dell'art. 2325-bis c.c., essendo precluso a questa società di diventare vuoi una società con azioni quotate ai sensi dell'art. 119 TUF, vuoi un emittente «strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante » ex art. 116, comma 1, TUF. L'argomentazione principale consiste nella sussistenza del divieto di rappresentazione delle quote in azioni [Così, infatti, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 678; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI srl sul mercato di capitali*, *cit.*, 294 e E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte" tra Codice civile e t.u.f.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 890 ss. che dubita anche dell'ammissione delle quote ai mercati di crescita]. Per le stesse ragioni S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, *cit.*, 84 e ss. la quale parla di s.r.l. «semiaperta», negando la sua riconduzione alle categorie di cui all'art. 2325 bis, per «le limitazioni e i condizionamenti derivanti dall'incerta qualificazione delle quote e dal perdurante divieto di incorporazione in titoli negoziabili». Anche M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, *cit.*, 1243 nt. 49 che sembrerebbe escluderne la riconduzione in ragione della limitazione della nozione legislativa al codice organizzativo proprio della s.p.a. In senso parzialmente contrario F. BRIZZUOLI, *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, *cit.*, 176 il quale ritiene anzitutto che le quote, allorché diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo gli indici e alle condizioni determinate dalla Consob, possano far sì che i relativi emittenti siano considerati come società che ricorrono al mercato del capitale di rischio «in considerazione della portata

collocate sui mercati regolamentati, né essere diffuse tra il pubblico in misura rilevante. La fattispecie di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è, ad oggi, legislativamente costruita attorno alla società per azioni e all'emissione di partecipazioni azionarie, sicché residuerebbe una rilevante distinzione inerente alle diverse *trading venues* in cui è consentita l'offerta di azioni e quote sociali. La questione, però, è destinata a porsi in termini parzialmente diversi in ragione dell'acquisita capacità della quota a subire un meccanismo di "incorporazione", per quanto in forma scritturale, e della conseguente eliminazione degli ultimi ostacoli che la dottrina invocava per sottolineare la perdurante appartenenza della s.r.l. al mondo delle società non quotate. Stante la prospettata analogia tra partecipazione in s.p.a. e in s.r.l. – almeno in relazione alle quote sociali di PMI-, il passo verso la diffusione delle stesse presso il pubblico o, andando oltre, verso la quotazione nei mercati regolamentati sembra essere, a questo punto, breve. Certo, l'ammissione alla quotazione presuppone la sopportazione di elevatissimi costi, anche a livello di *governance* e trasparenza, che difficilmente una piccola e media impresa è in grado di sostenere. Al di là di ciò, non si rinvengono ostacoli di diritto positivo ad una tale conclusione perché, si ripete, l'assimilazione delle partecipazioni sociali che in quei mercati vengono negoziate, è pressoché assoluta.

L'avanzamento incalzante della legislazione verso il conseguimento di un'apertura sempre più estesa della s.r.l. ai mercati testimonia tale fugace considerazione che, in questa sede, può essere oggetto solo di un breve accenno, pur nella consapevolezza della necessità di una riflessione più approfondita.

Infatti, da un lato si è assistito alla recente estensione alla s.r.l. del regime circolatorio concepito proprio per assistere la negoziazione delle partecipazioni sui mercati di capitali, la cui adozione è infatti requisito imprescindibile per l'accesso alle sedi di negoziazione tradizionali. D'altro lato, si è anche assistito ad un adeguamento delle dimensioni dell'impresa che assume la veste di s.r.l. rispetto alla sua interazione con i mercati, stante la recente estensione della possibilità di offerta al pubblico anche alle quote di s.r.l. grandi. Ad oggi, dunque, non è più necessario per una s.r.l. che

tipologicamente trasversale del concetto» con applicazione della conseguente disciplina. L'a., inoltre, nega la possibilità di accesso delle quote nei mercati regolamentati per motivi di diritto – assoggettamento delle quote al regime di gestione accentrata – e, soprattutto, fattuali -costi di quotazione che una s.r.l. non è in grado di sostenere. Gli autori citati, comunque, si sono pronunciati anteriormente all'emanazione della Legge "Capitali".

abbia superato i limiti dimensionali sopportare i costi di un'operazione di trasformazione in s.p.a. al fine di preservare la sua apertura, considerando anche la prospettata applicazione alla stessa, per quanto costruita in via interpretativa, di una parte del regime derogatorio tutt'ora previsto per le sole piccole e medie imprese, quale l'emissione di categorie di quote. Da questo punto di vista, sarebbe possibile ritenere in prospettiva che una s.r.l. possa approcciare al mercato dei capitali in via graduale, transitando per sedi di negoziazione diverse e tarate sulle sue dimensioni e sulla conseguente capacità di sostenere i relativi costi di quotazione.

Conclusivamente, l'evoluzione legislativa del divieto di offerta al pubblico, che quand'anche a ritenere che sia una norma ad inderogabilità relativa è stato di sicuro svuotato del suo contenuto tipologico, ha segnato una riduzione dei confini, chiaramente tracciati nel 2003 tra s.r.l. e s.p.a., che ha avuto dei rilevanti riflessi anche sulla struttura della quota sociale, comportando a cascata l'eliminazione di dell'ulteriore elemento distintivo tra le società di capitali fondato sulle partecipazioni sociali. Le novità legislative mettono addirittura in dubbio la sussistenza attuale di un'identità propria della s.r.l., inducendo alcuni autori a parlare di una vera e propria destrutturazione del tipo sociale⁵³⁰ in esame o comunque ad ingegnarsi per ricercare un appiglio tipologico a cui tutt'ora ancorare la s.r.l. Ad ogni modo, in questo oceano di incertezze l'unica cosa indubbia è che la riserva e il divieto di emissione delle azioni, rispettivamente previsti per la s.p.a. e per la s.r.l. e di cui la dottrina ha per tanto tempo asserito l'idoneità ad identificare tratti connotanti di questi tipi sociali, non possano più fungere da insuperabile limite di demarcazione tra gli stessi. Per quanto sia certamente condivisibile l'interesse dottrinale ad individuare un loro sostituto, la ricerca difficilmente potrà concentrarsi sulla diversa tecnica di suddivisione del capitale sociale.

⁵³⁰ V. per tutti G. ZANARONE, *La s.r.l. a vant'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 703 e ss.

BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA P., *sub art. 2325*, in *Società di capitali. Commentario.*, a cura di G. Niccolini- A. Stagno d'Alcontres, v. I, Jovene, Napoli, 2004, 6;

ABRIANI N., *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019;

ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, Cedam, 2010, 236;

ABRIANI N., ROSSI A., *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del Codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 ss.;

ABU AWWAD A., *Il problema delle clausole "antidiluitive"*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 175 e ss.;

ABU AWWAD A., *Quote di partecipazione*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, Milano, Utet giuridica, 2022, t. III, 228;

ACCETTELLA F., *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'Ue*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 462 e ss.;

ACCETTELLA F., *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2018

ADDAMO S., *Passaggio generazionale nell'amministrazione delle s.r.l. a base familiare*, in *Contratto e impresa*, 2021, 856

AGSTNER P., CAPIZZI A., GIUDICI P., *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2020, 353 ss.;

AGSTNER P., CAPIZZI A., GIUDICI P., *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, 227 e ss.;

AGSTNER P., CAPIZZI A., GIUDICI P., *The Corporate design of investments in startups: a European experience*, in *European Business Organization Law Review*, 2022;

AGSTNER P., GIUDICI, P. *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *European Business Organization Law Review* (2019), 597;

AGSTNER P., *Shareholder Conflicts in Close Corporations: Between Theory and Practice. Evidence from Italian Private Limited Liability Companies*, consultabile su www.ss/n.com;

AGSTNER P., *Le s.r.l. aperta: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista ODC*, 2024, 198 e ss.

ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, Quaderno giuridico Consob, 18 dicembre 2018, 7 e ss.;

ANGELICI C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. II, Utet, Torino, 1985;

ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi* in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1999;

ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi* in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1999, 104;

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, 75;

ANGELICI C., *Le azioni, Il Codice civile. Commentario Schlesinger, artt. 2346-2356*, Milano, Giuffrè, 1992, 70 e 147 e ss.;

ANGELICI C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. II, Utet, Torino, 1985, 205 e ss.;

ANGELICI C., *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 2012, 25;

ANGELICI C., voce *Azioni di società*, 1) *Diritto commerciale* in *Enciclopedia giuridica Treccani*, vol. IV, Roma, 1991, 4;

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*¹⁰, Giappichelli, Torino, 2020;

ANNUNZIATA F., MINTO A., *Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology*, in *dirittobancario.it*, 2022;

ANNUNZIATA F., *Pmi, quotazione, crowdfunding*, Paper presentato per il XXIX Convegno di Studio "Adolfo Beria di Argentine" su "I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo", Courmayeur 18-19 settembre 2015;

ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 2020, in *dirittobancario.it*, 2020;

ARMOUR J., ENRIQUES L., *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in 81 *MLR* (2018), 51-84;

ASCARELLI T., *Corso di diritto commerciale*³, Giuffrè, Milano, 1962, 34 e ss.;

ASQUINI A., *Relazione al progetto preliminare per il nuovo codice di commercio in Scritti giuridici*, II, Padova, 1939, 231;

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Il Mulino, Bologna, 2003, 234;

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT, *Il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2023;

ASSONIME, *L'impresa start-up innovativa* (Circolare n. 11 del 6 maggio 2013), in *Riv. not.*, 2013, 528;

ASSONIME, *L'impresa start-up innovativa*, Circolare n. 11/2013, in *Giur. comm.*, 2013, 804;

ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza di impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, (Circolare n. 39/2013) in *Riv. soc.*, 2014, 239;

ASSONIME, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, 23;

ASSONIME, *Sollecitazione all'investimento nel testo unico della Finanza: il commento dell'Assonime* (circolare n. 20/2001), in *Riv. soc.*, 2001, 216;

BARNES P. A., *The origins of limited liability in Great Britain, the First 'Panic', and their implications for limited liability and corporate governance today*, 2004 disponibile al seguente link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=488703

BARTALENA A., *Le azioni con prestazioni accessorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, 202;

BARTOLACELLI A., *Almost capital-less companies in Europe: trends, variations, competition*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2017, 187 ss.;

BARTOLACELLI A., *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti: evidenze dal diritto delle società a responsabilità limitata in Europa e in Italia*, in *Percorsi di diritto societario europeo*⁴, a cura di E. Pederzini, Giappichelli, Torino, 2020, 157 e ss.;

BARTOLACELLI A., *Nuove esperienze europee in tema di costituzione "semplificata" e "a basso costo" di società con responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2015, 382 e ss.;

BARTOLACELLI A., *Società chiuse e capitale sociale minimo: tendenze europee*, in *Giur. comm.*, 2014, 519 e ss.;

BAUDOUIN-BUGNET P., *La société a responsabilité limitée en droit français et en droit germanique, Textes législatifs et commentaires bilingues*, Parigi, Baden-Baden, 1951, 60;

BENAZZO P., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018;

BENAZZO P., *La nuova s.r.l. tra tradizione e continuità: il ruolo degli interpreti*, in *Riv. soc.*, 2006, 647;

BENAZZO P., voce *Start-up e PMI Innovative*, in *Dig. IV, Disc. priv., Sez. comm.*, Agg.*****, Torino, 2017, 485;

BERGER N, UDELL G. F., *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in *Journal of Banking and Finance*, 1998, Vol. 22 No. 6/8, 6161;

BERTOLOTTO, *Comunione ereditaria del credito ed esercizio della facoltà di pretesa*, in *Giur. It.*, 2008, 1916 e ss.;

BIANCHI L.A., FELLER A., art. 2468, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi L.A., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P-Bianchi L.A.-Ghezzi I- Notari M., Milano, 2008, 30;

BIONDI B., *Osservazioni circa la natura giuridica della quota di srl*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1957, 544;

BIONE M., *Le azioni in AA.VV., Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1991

BIONE M., *Le categorie di azioni*, in AA.VV., *Azioni, Gruppi in Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1991, 45 nt. 4;

BLANDINI A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, Giuffrè, 2009, 46 e ss.;

BOGGIALI D., RUOTOLO A., *Quesito di Impresa n. 82-2012/I, Divisione fra coeredi di quota di s.r.l. caduta in successione*;

BOLLETTINARI A., E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 874 e ss.;

BONCRISTIANO F., *Autorità private e mercati finanziari, il caso dei portali di equity crowdfunding*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, 103;

BONONI E.A., *Ammissibilità del recesso parziale del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Le società*, 2015, 931 e ss.;

BONONI E.A., *Validità ed efficacia del recesso parziale in Il nuovo diritto delle società*, 2019, 377 e ss.;

BONSIGNORI A., *Espropriazione della quota di società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 1961, 185-186;

BRIOLINI F., *L'emissione e la sottoscrizione di titoli di debito*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 427 e ss.;

BRIOLINI F., sub art. 2471, *L'espropriazione della partecipazione sociale*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 398;

BRIOLINI F., *Sulla contitolarità (e divisibilità) della partecipazione sociale nella s.r.l. riformata*, in *Giur. merito*, 711;

BRIZZI F., *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni*, in *Rivista ODC*, 2024;

BRIZZI F., *S.r.l. pmi e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 83;

BRUNETTI A., *Società a responsabilità limitata, Società cooperative, Mutue assicuratrici*, in *Trattato del diritto delle società*, v. III, Giuffrè, Milano, 1950;

BULLO L., *Partecipazioni sociali e pluralità di eredi*, in *Riv. dir. civ.*, 2010;

BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960;

BUSI C., *S.p.a.-S.r.l. operazioni sul capitale*, Milano, 2004, 338;

BUSI C.A., *La nuova srl pmi alla luce dei recenti orientamenti notarili*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 7-8, 2019, 6;

CAGNASSO O., *Cessione del diritto di sottoscrizione dell'aumento di capitale di S.r.l.*, in *Società*, 2021, 786 ss.;

CAGNASSO O., *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1971, 516 e ss.;

CAGNASSO O., *Diritto societario e mercati finanziari*, in *Nuovo dir: Soc.*, 2018, 849;

CAGNASSO O., *Il socio di S.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.*, in *Nuovo dir: soc.*, 2018, 915;

CAGNASSO O., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, Relazione al IX Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale" su "Problemi attuali della proprietà nel diritto commerciale" Roma, 23 - 24 febbraio 2018;

CAGNASSO O., *Introduzione alla disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Torino, Zanichelli, 2004, 1714 e ss.;

CAGNASSO O., *La lunga marcia di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425;

CAGNASSO O., *La s.r.l. «aperta»*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da Cagnasso O.-Mambriani A., Bologna, 2020, 227;

CAGNASSO O., *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba C.-Marasà G., I, Milano, 87;

CAGNASSO O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Padova, CEDAM, 2007;

CAGNASSO O., *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in *Impresa e mercato*, Studi dedicati a Mario Libertini, Tomo I, Impresa e società, Milano, Giuffrè, 2015;

CAGNASSO O., *Preliminare di vendita e pignoramento di partecipazione di s.r.l.*, in *Giur. it.*, 2017, 2422;

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Utet giuridica, Vicenza, 2020, 205;

CAMPOBASSO M., *Diritto commerciale. Diritto delle società*⁸, vol. 2, Utet, Torino, 2014, 574; AA.VV., *Manuale di diritto commerciale*³, a cura di M. Cian, Torino, Giappichelli, 2019, 581 e ss.

CAMPOBASSO M., *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019 I, 138;

CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. un modello "senza qualità"?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M. Torino, 2020, 19;

CAPELLI I., *L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote*, in *Oss. dir: civ. e comm.*, 2016, 556 in *Società*, 2019;

CAPELLI I., *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintech*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2023, 673 e ss.

CAPELLI I., *Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Technology*, in *Rivista ODC*, 1, 2024, 105 e ss.

CARNELUTTI F., *Sulla distinzione tra quota e azione delle società commerciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, 320;

CARRIÈR P., DE LUCA N., DE MARI M., GASPARRI G., POLI T.N., *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, *Quaderno giuridico Consob*, 25 gennaio 2023, 27 e ss.;

CARRIÈR P., *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca borsa soc.*, 2020, 461 e ss.;

CARRIÈRE P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in *dirittobancario.it*, 2020;

CASICCIA A., *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, Fratelli Bocca Editori, 1927;

- CASTELLANO G., *I titoli di massa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1987, I, 22;
- CERRATO STEFANO A., *Insidiose questioni su aumento di capitale e mora del socio di s.r.l.*, in *Foro italiano*, 2020;
- CERRATO, *La parabola di start up e pmi dalla s.r.l. aala s.p.a*, in *La società a responsabina imitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onere a Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M., Torino, 2020, 39;
- CETRA A., *Le s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 815;
- CHAPSAL, *Les sociétés à responsabilité limitée*, Parigi, 1925;
- CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. Società*, 2005, 505;
- CHULIA V., *Introduccion al derecho mercantil*, Valencia, 2006, 558;
- CIAN M., *“Unitarietà” e “disgregabilità” della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, in *Giur. comm.*, 2021, 396;
- CIAN M., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante S.r.l.? in Studium Iuris*, 2019, 1421;
- CIAN M., *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2017, I, 300 ss.;
- CIAN M., *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera- G. Presti, vol. II, Zanichelli, Torino-Bologna, 1126 e ss.;
- CIAN M., *L’instestazione intermediata delle quote di s.r.l pmi: rapporto societario e regime della circolazione*, in *Nuova legge civ. comm.*, 2018, 1260;
- CIAN M., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari in Banca borsa tit. cred.*, 2007, 641;
- CIAN M., *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3 l. 21/2024)*, *Studio CNN*, n. 42-2024, 4;

CIAN M., *La gestione accentrata degli strumenti finanziari dopo la novella del 2010*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 103;

CIAN M., *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium iuris*, 2015, 1450;

CIAN M., *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 418 ss.

CIAN M., *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1181;

CIAN M., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, 2018

CIAN M., SANDEI C., *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, t. V, Utet, Torino, 2012, 126

CIAN M., *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur comm.*, 2015, 1, 969;

CIAN M., *sub art. 83 bis*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 3715 e ss.;

CIAN M., *Titoli dematerializzati e circolazione cartolare*, Milano, 2001;

CIOCCA N., A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Dalle start-up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 848;

CIOCCA N., MARASA' G., *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 587;

COLOMBO G., *Mora parziale del socio di S.r.l. in sede di aumento del capitale sociale, esclusione ed esercizio del diritto d'informativa*, in *Società*, 1, 2021, 33;

COLONNELLO D., IANNACCONE E.R., MOLLO G., ONZA M., *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, Quaderno giuridico Consob, 2022;

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA, *Proposte di riforma del codice di commercio*, 1925, 189 e ss.;

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, Studio 836-2014/I, *Pegno, usufrutto e sequestro "parziali" su partecipazione di s.r.l.*;

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, Studio n. 5396/I/2005, *Questioni in tema di vendita in danno della quota del socio moroso di s.r.l.*;

CORSO S., *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2021, 501 e ss.;

CORSO S., *La costituzione in modalità digitale delle s.r.l. start-up innovative: il Consiglio di Stato censura la disciplina ministeriale*, in *Giur. comm.*, 2022, 123 e ss.;

CORSO S., *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021;

CORSO S., *S.r.l-PMI aperte al mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 1, 877;

COSCIA, *La teoria della sede effettiva o Sitztheorie e la libertà di stabilimento societario*, in *Giur. It.*;

COSSU M., *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 2, Milano, 2014, 1705;

COSTA C., *Le assemblee speciali*, in *Assemblea. Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1999, 523;

COTTINO G., *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2011, 286;

COTTRELL P.L., *Industrial Finance 1830-1914, The Finance and Organization of English Manufacturing Industry*, Londra, Routledge, 1980, 41;

CROSIO A., GREGORI C., *Acquisizione di società ad elevato contenuto tecnologico: clausole di earn-out e dichiarazioni e garanzie del venditore*, in *Contratto e Impr.*, 2000, 3, 1109 e ss.

CRUYSMANS T., *La SRL cotée en Bourse va-t-elle fonctionner en pratique ?* in *RPS-TRV*, 2020, 374 e s.;

CUCCHIARATO G., *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, in *Riv. dir. banc.*, *approfondimenti*, 2016;

ČUČKOVIĆ N. V. VUČKOVIĆ V., *EU R&D Funding as a Way of Incentivizing Innovation of SMEs: A Review of Impacts*, in *Croatian Economic Survey*, Vol. 20: No. 2, December 2018, 98;

CUSA E., *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. società*, 2019, 675;

D'AIELLO M.G., *Esclusione parziale del socio moroso di s.r.l.* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 27;

D'AIELLO M.G., *Questioni aperte in tema di vendita coattiva della quota del socio moroso di s.r.l.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 744;

D'ALESSANDRO F., «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. società*, 2003, 34;

D'ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, ed. provv., Milano, Giuffrè, 1968, 116 e ss;

D'ALESSANDRO F., *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1 e ss.

D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 147 e ss.

DACCO' A., «*Diritti particolari*» e *recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2004, 102 e ss;

DAMIANI E., *Venture capital e private equity*, ESI, Napoli, 2010, 19 e ss

DE LUCA N. *La costituzione online della società. Riflessioni sulla direttiva 2019/1159/UE*; G. ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario, cit.*, 319 e ss.;

DE LUCA N., *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, Giappichelli, 2007, 261;

DE LUCA N., *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni (art. 100 ter; 2° comma bis e 2° comma quinquies, t.u.f. introdotti dall'art. 4, 10° comma, dl. 24 gennaio 2015 n. 3, conv. dalla l. 24 marzo 2015 n. 33)*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, 1;

DE LUCA N., *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, I, 101;

DE LUCA N., FURNARI S., GENTILE A., voce *Equity Crowdfunding*, in *Digesto IV ed.*, Utet, Torino 2017, 159 ss.;

DE LUCA N., *La riduzione del capitale in La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzin, Cedam, Padova, 2012, 530

DE LUCA N., *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 885 ss.;

DE MARCHI G., SANTUS A., STUCCHI L., *sub art. 2481 bis*, in *Società a responsabilità limitata, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 1182

DE MARCHI G., SANTUS A., STUCCHI L., *sub art. 2481 ter*, in *Società a responsabilità limitata, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 1235;

DE MARI M., *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2018, 143;

DE MARI M., *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *DirittoBancario.it*, 2019;

DE MARTINI A., Voce *Azioni e obbligazioni*, in *Enciclopedia della banca e della borsa*, vol. IV, Roma, 1968, 48;

DE SOLA CANIZARÈS F., *La société a responsabilité limitée en droit comparé*, in *Revue internationale de droit comparé*, 1950, 67;

DE STASIO V., *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, Giuffrè, 2008, 58;

DE STASIO V., *Il crowdfunding*, in *Il Testo Unico Finanziario. Mercati ed emittenti*, a cura di Cera-Presti, Zanichelli, Torino, 2020, 2325 ss.;

DE STASIO V., *sub art. 2325*, in *Codice commentato della s.r.l.*, P. Benazzo- S. Patriarca (diretto da), Torino, 2006;

DE STASIO V., *sub art. 2468*, in *Codice commentato della s.r.l.*, diretto da Benazzo P-Patriarca S., Torino, 2006, 123;

DELLI PRISCOLI L., *sub art. 2437*, in *Commentario al codice civile*, Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2013, 24 nt. 47;

DENTAMARO A., *Apertura della s.r.l. pmi tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M., Torino, 2020, 158;

DENTAMARO A., *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giustizia Civile*, 2022, 823;

DI CATALDO V., ROSSI S., *Nuove regole generali per l'impresa nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *RDS*, 2018, 748 ss.;

DI CIOMMO A., *Tra tokenizzazione e dematerializzazione: l'inesorabile mutazione delle quote di S.r.l.*, Paper presentato al XV Convegno annuale dell'Associazione italiana dei Professori universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti Del Diritto Commerciale" su "Impresa e mercati: numeri e computer science", Roma, 23-24 febbraio 2024;

DI MARTINO M., *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote di s.r.l. PMI*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1491;

DI NELLA L., *sub. art. 2468. Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 270 e ss.;

DINI M., *Categorie speciali di quote di società a responsabilità limitata* in *Giur. comm.*, 1998, II, 787;

DOLMETTA A.A., *Sul "tipo" S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 17;

DONATIVI V., *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 891;

DROUTES G., *La Compagnie privée (private company) et la Société à responsabilité limitée*, Parigi, Les Presses Universitaires de France, 1922;

ERRERA G., *Della società anonima a quote secondo l'art. 76 del nuovo codice del commercio*, in *Temi veneta*, 1883, 30;

FACCI M., *L'esclusione del socio moroso: un banco di prova per il principio di unitarietà della quota di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2022, 733;

FAUCEGLIA G., *La caratterizzazione personalistica della società a responsabilità limitata e l'ipotesi di cessione ai terzi del diritto di sottoscrizione delle quote di nuova emissione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 10 e ss.

FAZZUTTI E., *sub art. 2468*, in *La riforma delle società. Artt. 2462-2510*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, 2003;

FEDERZINI E., DE GOTTARDO F., *Incentivi ed ostacoli al finanziamento di s.r.l. PMI sui mercati di capitali*, in *Giur. comm.*, 272 e ss.;

FERRARA JR. F., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1962, 550;

FERRARINI G., *Finanza e regole per la crescita delle imprese*, workshop coordinato dal Commissario Carmine di Noia al Consob Day 2018, su http://www.consob.it/documents/46180/46181/nota_ferrarini_consob.pdf/e739d85d-1349-4fcd-94b3-6a8fa15ac4c7

FERRARINI G., *I costi dell'informazione societaria per le pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 203;

FERRARO P.P., *Le situazioni soggettive del socio di società a responsabilità limitata*, 2012, Giuffrè, Milano;

FERRI G., *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Scritti Giuridici*, Napoli, 1990, vol. 3, I, p. 12 ss;

FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, a cura di F. Vassalli, Torino, Utet, 1987, 441;

FERRI JR. G., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999,1, 919;

FERRI JR. G., *Autonomia statutaria e mercato*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, 919;

FERRI JR. G., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001, 205 e ss.;

FERRO-LUZZI P., *La "diversa assegnazione delle azioni" (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, 1, Torino, 2006, 588;

FIGÀ TALAMANCA G., *Il valore nominale delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2001, 3 e ss.

FIGA'-TALAMANCA G., *Il valore nominale delle azioni*, Milano, Giuffrè, 2001,
finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente, Quaderno giuridico Consob, 2022;

FLEISCHER H., *Die Finanzierung der GmbH*, in L. MICHALSKI-A. HEIDINGER-S. LEIBLE-J. SCHMIDT (Hrsg.), *Kommentar zum GmbHG*, Bd. 1, 4. Aufl., München, C.H. Beck, 2023, rdn. 112;

FLEISCHER H., *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, in *ZGR*, 2016, 7;

FLEISCHER H., *Einleitung*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2022;

FORTUNATO S., *La società a responsabilità limitata*², Torino, 2020;

FRÄNKEL F., *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, Tübingen, 1915;

FREEMAN DURHAM M., *The Companies Act, 1980: effects on british corporate law*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 4, 1982, 554;

FREGONARA E., *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, in *Rivista ODC*, 2014;

FREGONARA E., *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287;

FREGONARA E., *L'espropriazione della partecipazione nella S.r.l. e limiti alla circolazione. Società versus creditori*, Milano, Giuffrè, 2018, 36;

FREGONARA E., *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Il nuovo dir. delle società*, 3, 2023, 481;

FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 1087;

GALGANO F., *L'assemblea*, in *Il nuovo diritto societario, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XXIX, Padova, Cedam, t. I, 2006, p. 384 e ss.;

GALGANO F., *Lex mercatoria*, 1993, Il Mulino, Bologna, 83;

GALLETTI D., *sub art. 2482 quater*, in *Codice commentato della s.r.l.*, diretto da Benazzo P-Patriarca S., Torino, 2006, 510

GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia statutaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, 652 e ss.;

GARCEA M., *Le “nuove” s.r.l. e l’autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 596 ;

GASPERONI N., *Le azioni di società*, Cedam, Padova, 1942, 10;

GERNER BEUERLE C., *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, in *The Modern Law Rev.*, 2017, 263 ss.;

GHIONNI CRIVELLI VISCONTI P., *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, Torino, Giappichelli, 2011, 158;

GIANNATIEMPO L., *Costituzione e modificazione di s.r.l. start-up innovativa e funzioni di controllo tra competenze del notaio e della P.A.*, in *Giur. comm.*, 2022, 1037 e ss.;

GIANNATTASIO C., *Responsabilità del socio della società a responsabilità limitata per i versamenti ancora dovuti nel caso di cessione parziale della quota in Giustizia civile 1965*, I, 1826;

GIANNELLI A., *Strumenti finanziari e dematerializzazione*, in A. Giannelli e Sfameni, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*³, Milano, 285;

GIANNELLI G., *Le operazioni sul capitale in Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, T. II, Milano, Giuffrè, 2020, 1592

GILSON R.J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, vol. 55, 200-2003, 1076

GINEVRA E., *La partecipazione sociale*, in *Diritto delle società*, III, Giappichelli, Torino, 2020 a cura di M. Cian, 318;

GINEVRA E., *Le società di capitali “aperte” tra Codice civile e t.u.f.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 890;

GIORDANO D., *Profili tipologici nella nuova s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 1105 e ss.;

GITTI G., *Le garanzie del conferimento nella s.r.l. e la procedura di vendita in danno « parziale »*, in *Riv. dott. commercialisti*, 3, 2019, 506;

GITTI G., MAUGERI M., FERRARI C., *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività* in ODCC, 2019, 95 e ss.;

GIULIANI A., *La società a responsabilità limitata: formalità e adempimenti*, Milano, Giuffrè, 1948, 15;

GOMPERS P., GORNALL W., KAPLAN S. N., STREBULAEV I.A., *How Venture Capitalists make decisions*, in *Harvard Business Review*, 2021

GORLA G., *Le società secondo il nuovo codice. Breve guida pratica*, Milano, Giuffrè, 1942;

GORTSOS C., *The foundation of the European Capital Markets Union (CMU): From the 2015 to the 2020 CMU Action Plan and their implementation*, 2022 disponibile su SSRN, al seguente indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4005259.

GOWER L. C. B., *The English Private Company*, in *Law and Contemporary Problems*, 1953, 535;

GOWER L.C.B., *Modern Company Law*, Londra, Stevens & Sons Limited, 1957, 41 e ss.;

GRASSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1999, 39;

GRAZIANI A., *Diritto delle società*, Moreno Editore, 1962, 454;

GRÖN R., *Der Anteilschein der Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, Monaco, Paul Hans, 1928;

GRONEMANN W., *Der Handel mit Geschäftsanteilen einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, Erlangen, Buchdruckerei Karl Döres, 1930, 32 e ss.;

GROSSO P., *Le categorie di quote nelle società a responsabilità limitata alla luce dell'esperienza delle categorie di azioni*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M., Torino, 2020, 190;

GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 699;

GUERCIO R., *Comunione ereditaria di quota di s.r.l. ed esercizio dei diritti sociali* in *Giur. it.*, 2021, 363 e ss;

GUERCIO R., *Comunione ereditaria di quota di s.r.l. ed esercizio dei diritti sociali* in *Giur. it.*, 2021, 363 e ss;

GUERRERA F., *Mancata esecuzione dei versamenti a seguito di sottoscrizione di un aumento di capitale ed esclusione "parziale" del socio di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2022, 520;

GUIDA P., *Ipotesi applicative di azioni senza valore nominale*, *Studio di impresa n. 10-2010 del CNN*;

GUINNANE T.W., *Creating a new legal form: the GmbH*, in *Business History Review*, 2021, 3 e ss.;

GUINNANER T., HARRIS R., LAMOREAUX N.R., ROSENTHAL J.L., *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society*, 2007, 687;

GUIZZARDI S., *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2022, 75 e ss.;

GUIZZARDI S., *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, 572;

GUIZZI G., *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2000;

H.FLEISCHER H., PENDL M., *Die Flexible Kapitalgesellschaft als österreichische Rechtsformneuschöpfung: Genese – Grundlagen – Gesamtwürdigung*, in *GmbHHR*, 2024, 174 ss.;

HALLSTEIN W., *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung in den Auslandsrechten, verglichen mit dem deutschen Recht*, in *Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 1938/39, 347;

HAPP V., *Deregulierung der GmbH im Wettbewerb der Rechtsformen*, in 169 ZHR, 2005, 6-34;

HARRIS R., *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, in *Oxf. Jour. Leg. Studies*, 2013, 339 ss.;

HELLMANN T., *The allocation of control rights in venture capital contracts*, in *RAND Journal of Economics* Vo. 29, 1998, 57 e ss

HULE F., THOMALE C., *The Flexible Company – Austria's venture to attract Venture Capital*, in *Oxford Business Law Blog*, reperibile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2024/02/flexible-company-austrias-venture-attract-venture-capital>

INANNELLO G., *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario Lo Cascio*, Milano, 2003, 290 e ss.

INNOCENTI F., *Quale futuro per la costituzione on-line della s.r.l. start-up innovativa dopo l'intervento del Consiglio di Stato*, in *Giur. comm.*, 2022, 132 e ss.;

IRELAND P., *Limited Liability, Shareholder Rights and the Problem of Corporate Irresponsibility*, in *Cambridge Journal Economics*, 2008;

JAEGER P. G., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, III, Torino, 1994, 406 e ss.;

JAEGER P.G., *Il voto divergente nelle società per azioni*, Milano, 1976;

JONA C., *la società mineraria tedesca e la società a garanzia limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 1927, 63;

KALSS S., *Die flexible Kapitalgesellschaft – eine neue Rechtsform für Österreich*, in *NZG*, 2023, 1437;

KECKER J., *Die Fungibilisierung von GmbH-Anteilen, Grundlagen und rechtliche Umsetzung*, Colonia, Carl Heymanns Verlag KG, 1991, 12;

L. S. LENTINI, *Aumento di capitale con clausola di earn out: a proposito della massima notarile "Milano 170"*, in *RSD*, 2023, 845 e

LA SALA G., *Start Up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv società*, 2017, 1118;

LA SALA G., *sub art. 2346, co. 1, 2 e 3*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, Tomo I, Milano, 2016, 466;

LA SALA G., *sub art. 2347 c.c.* in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, Tomo I, Milano, 2016, 509;

LAMANDINI M., MUÑOZ D., *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Rivista di diritto soc.*, 2019, 594;

LAUDONIO A., *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. società*, 2019, 1237;

LAUDONIO A., *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014;

LAUDONIO A., *Le altre facce del crowdfunding*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2, 2017;

LENER r., FUNARI S., *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?* in *dirittobancario.it*, 2020;

LIBERTINI M., MIRONE A., SANFILIPPO P. M., *sub art. 2346 del Codice civile* in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, t. 1, Piccini, Padova, 2010, 748

LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999, 158;

LIMATOLA C., *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella S.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2017, 233 e ss.;

LINCiano N., CIAVARELLA A., *Profili economici dell'accesso delle PMI al mercato dei capitali*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa*,

mercati finanziari: un mondo nuovo?, Atti del Convegno Courmayeur 14-15 settembre 2018, a cura di P. Montalenti, Giuffrè, Milano, 2020;

LOMBARDO S., *Regulatory competition in European company law. Where do we stand twenty years after Centros?*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 297 ss.;

LORDI L., *Istituzioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1943, 416;

LUTTER M., *Limited Liability Company and Private Company*, in CONARD-VAGTS (a cura di), *International Encyclopedia of Comparative Law, Business and Private Organizations*, vol. XIII/1, Tübingen, Mohr Siebeck, 2006, 3 e ss.;

LUTTER M., *Probleme der GmbH-Reform, Heft 25 der Schriftenreihe „Rechtsfragen der Handelsgesellschaften“*, 1970, S. 63, 84;

MACHIAVELLO E., *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma*, in *European Business Law Review*, Volume 32, Issue 3, 2021, 574;

MAGLIULO M., *La costituzione della società*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale, F. Magliulo, M. Maltoni, F. Tassinari, 2^a ed., 2007, 36.

MALTBY J., *UK joint stock companies legislation 1844-1900: accounting publicity and “mercantile caution”*, in *Accounting History*, 1998;

MALTONI M., *La partecipazione sociale*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale, F. Magliulo, M. Maltoni, F. Tassinari, 2^a ed., 2007, 219;

MALTONI M., *La Srl start-up innovativa*, in *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Quaderni della Fondazione del Notariato, 1/2014;

MALTONI M., RUOTOLO A., BOGGIALI D., *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, *Studio n. 101-2018/I CNN*, 2/2018

MALTONI M., SPADA P., *L’impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013;

MALTONI M., *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, v. III, artt. 2452- 2497 *septies*, Padova, Cedam, Milano, 2005, 1815;

MAMBRIANI A., *sub art. 2463, co 4-5*, *Codice della società a responsabilità limitata*, a cura di O. Cagnasso e A. Mambriani, Neldiritto Editore, Roma, 2015, 121;

MANARA U., *Trattato delle società e delle associazioni commerciali. Trattato teorico-pratico. Definizione e requisiti essenziali del contratto di società commerciale, diverse specie di società commerciali*, Vol. I, Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1902, 546;

MANSON E., *Evolution of the Private Company*, in *Law Quarterly Review*, 1910, 11;

MARASÁ G., *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/ 2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *Le Società*, 2013, 1092;

MARASA' G., *La s.r.l. come società di capitali e suoi caratteri distintivi dalla s.p.a.* in *Studium juris*, 2005, 301 e ss.;

MARGHIERI A., *I motivi del nuovo codice di commercio italiano*, vol. IV, Napoli, 1885, 8 e ss.;

MARTORANO F., *Titoli di credito dematerializzati*, *Trattato Cicu* *Messineo*, Giuffrè, 2020;

MASTRURZI S., *sub art. 2466*, in *La riforma delle società*, *Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, artt. 2462-2501 cod. civ.*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, 2003, 45;

MAUGERI M., *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Testo unico finanziario, Mercati ed emittenti*, II, Zanichelli, Torino, 2020, 1228;

MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010;

MAUGERI M., *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 93 e ss.;

MAUGERI M., *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 72 e ss.;

MAZZA G. A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di venture capital e private equity*, Egea, Milano, 2017, 1 e ss

MENGONI L., *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 428 e ss.;

MICHALSKI, HEIDINGER, LEIBLE, SCHMIDT, § 14 in A. HEIDINGER, S. LEIBLE, J. SCHMIDT (a cura di), *Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz)*, Bd. 1, 4 Aufl., Monaco C.H. Beck, 2023, Rn. 37-38;

MIGLIOLI A., *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, 72;

MIGNOLI A., *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, 434 e ss.

MINNECI U., *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 509;

MIOLA M. *Capitale sociale e conferimenti*, in *Riv. soc.*, 2004, 677;

MIOTTO L., *Sull'imprenditorialità minima del socio*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2021, 827 e ss

MOGLIA G., *L'offerta al pubblico di quote di società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, 1273;

MONTALENTI P., *Start up, P.M.I. innovative: tipi, modelli e mercati finanziari*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da Cagnasso O.-Mambriani A., Bologna, 2020, 39;

MORGESE M., *Categorie speciali di quote nella srl PMI: standardizzazione o quota unitaria*, in *Quaderno di diritto bancario*, a cura di G. Rescio, 2021, 37 ss.;

MORINO E., *Le quote di P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da Cagnasso O.-Mambriani A., Bologna, 2020, 337;

MORPURGO E., SIRONI D., *Il processo di disinvestimento e la valutazione della performance*, in *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, a cura di A. Gervasoni e F.L. Sattin, Guerini, Milano, 2020, 467 e ss.

MUCCIARELLI F.M., *Libertà di stabilimento comunitaria e concorrenza tra ordinamenti societari* in *Giur. Comm.*, 2000, 553;

NAVARRINI U., *Sulle società a responsabilità limitata*, in *Studi di diritto romano, di diritto moderno e di storia del diritto*, pubblicati in onore di Vittorio Scialoja nel XXV anniversario del suo insegnamento, II, Milano, Ulrico Hoepli, 1905;

NIGRO A., *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, 181 e ss.;

NIGRO C. A., ENRIQUES L., *Diritto societario italiano e Venture Capital: cosa (non) ci dice l'evidenza empirica?* n *Il Sole 24 Ore. Società – il Mensile*, Novembre 2023, 10 ss.

NIGRO C. A., ENRIQUES L., *Venture capital e diritto societario italiano*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, 149 e ss.;

NIGRO C.A., ENRIQUES L., *Diritto societario italiano e Venture Capital: cosa (non) ci dice l'evidenza empirica?* In *Il Sole 24 Ore. Società – il Mensile*, Novembre 2023, 10 ss.

NIGRO C.A., ENRIQUES L., *Venture capital e diritto societario italiano*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, 149 e ss.;

NOACK U., SERVATIUS W., HAAS U., § 14 in U. NOACK, W. SERVATIUS, U. HAAS (a cura di), *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, Bd. 20, München, C.H. Beck, 2022, Rn. 8-9-10;

NOTARI M., *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 241;

NOTARI M., *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 328;

NOTARI M., *Disposizioni generali sulle società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società di capitali (Manuale breve)*, Milano, giuffrè, 2003, 53;

NOTARI M., *Il problema dei c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, 53;

NOTARI M., *sub Art. 2346. Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 14

NOTARI M., *sub Art. 2348. Categorie di azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2008, 597;

OCCHIOLUPO P., *SRL ordinaria, SRL semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di SRL: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, in *Banca Impresa Società*, 2013, 389;

ONZA M., CASINI F., *Capitale sociale, conferimenti, socio moroso*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, Utet giuridica, Milano, t. II, 2022, 161.

ONZA M., *L'“accesso” alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2020, 721;

ONZA M., *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)* in *Riv. dir. civ.*, 2007, 713 e ss.;

ONZA M., SALAMONE L., *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 575;

OPPO G., *Tramonto dei titoli di credito di massa ed esplosione dei titoli di legittimazione*, in *Riv. dir. civ.* 1998, I;

PAINE T.T., *The formation and registration under the Companies Act of companies limited by share and companies limited by guarantee, not having their capital divided into shares*, Londra, The solicitors' Law Stationery Society Limited, 1891, 183 e ss.;

PALMIERI G., *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. società*, 2012, 877;

PALMIERI G., *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2012, 877;

PAOLINI A., *sub art. 2468*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società dell'azienda della concorrenza*, a cura di D. Santosuosso, Torino, Utet giuridica, 2015, 300;

PAOLUCCI L.F., *Le società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto privato* diretto da RESCIGNO P., vol. XVII, Torino, 1985, 253;

PAOLUCCI M.G., *Le quote di partecipazione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XVII, t. III, Utet, Torino, 2010, 277;

PARISIUS L., CRUEGER H., *Das Reichsgesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung vom 20. April 1892: Systematische Darstellung und Kommentar nebst Entwürfen von Gesellschaftsverträgen und praktischer Anleitung für die Registerführung*, Berlin, De Gruyter, 1893, 68;

PATRIARCA S., *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Presti e Cera, Zanichelli, Torino, 85;

PATRIARCA S., *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Cera M.-Presti G., Bologna, 2020, 67;

PEDERZINI E., DE GOTTARDO F., *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI srl sul mercato di capitali*, in *giur. comm.*, 2022, 272;

PEDERZINI F., *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione della Corte di giustizia. Armonizzazione e concorrenza in Percorsi di diritto societario europeo⁴*, a cura di E. Pederzini, Giappichelli, Torino, 2020, 95 e ss.;

PENDL E.H., PENDL M., „Flexible Kapitalgesellschaft“ – Entwurf einer Start-up-Rechtsform für Österreich, in *GmbHHR*, 2023, R224 ss.;

PERRINO M., *La “rilevanza del socio” nella s.r.l.; recesso, diritti particolari ed esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, 810 e ss.;

PERRINO M., *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, Giuffrè, 1997, 276;

PERRINO M., *Socio moroso*, in *Trattato delle società, Società per azioni*, t. 2, Milano, Wolters Kluwer Italia s.r.l., 2022, 349;

PERRONE A., *Capital market Unione. A proposal for action*, in *Rivista ODC*, 3, 2016;

PICCININI, *sub art. 2472 in Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo e Patriarca, Utet giuridica, Torino 2006, 254 ss.;

PICONE F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 755 e ss.;

PINNA G., *sub art. 2481 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 2102, 2085;

PINNA G., *sub art. 2481 ter* in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 2102;

PINNA G., *sub art. 2482-quater*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 2130

PISANI MASSAMORMILE A., *sub art. 2344, I conferimenti nelle società per azioni, Artt. 2342-2345*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2015, 479;

PISCITELLO P., *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G. F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, III, Torino, 2007;

PLATANIA F., *Sequestro conservativo e divisibilità di quota di s.r.l.*, in *Società*, 2018, 580 e ss.;

POLICARO G.A., *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte. «senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile»*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M., Torino, 2020, 118;

POLICARO G.A., *Lo sviluppo in Italia di equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 67;

PORTALE G.B., *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1237 ss., 1239;

PORTALE M.B., *I diritti «particolari» del socio di s.p.a. (prime riflessioni sulla personalizzazione delle società per azioni «chiuse»)*, Tesi di dottorato in diritto commerciale interno e internazionale, Università degli studi di Brescia, a.a. 2009/2010;

PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Assemblea, Trattato delle società per azioni*, v. 3, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 1993, 37;

PREITE F., *Crowdfunding, obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi*, in *Il nuovo dir. delle soc.*, 2023, 519 e ss.;

PRENESTINI F., *L'adeguamento della disciplina italiana al Regolamento (UE) 2020/1503 in materia di fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, in *Riv. soc.*, 2023, 626 e ss.;

RATTI E., *Questioni in tema di socio moroso di s.r.l. per inadempimento dei conferimenti promessi*, in *Giur. it.*, 2021, 2136;

RESCIGNO M., *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 2, Utet Giuridica, Torino, 2014, 1865;

RESCIGNO M., *Osservazioni sul progetto di riforma del diritto societario in tema di società a responsabilità limitata* in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private (atti del convegno di Varese, 20- 21 settembre 2002)*, Giuffrè, Milano, 2003, 35 e ss.;

RESCIO G.A., *Brevi note sulla 'gestione esclusiva dell'impresa' da parte degli amministratori di s.r.l.: distribuzione del potere decisionale e doveri gestori*, in *il-societario.it*;

RESCIO G.A., *Le s.r.l. con capitale ridotto (semplificate e non semplificate), Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 2, Utet Giuridica, Torino, 2014, 1890;

RESCIO P., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca e Presti, Milano, 2003, 111 e ss.;

RESTELLI R., *Azioni senza indicazione del valore nominale e disciplina del prezzo minimo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2018, 406 e ss.;

REVIGLIONE P., *art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario* diretto da Cottino G.-Bonfante G.-Cagnasso O.-Montalenti P., II, Bologna, 2004, 1798;

REVIGLIONE P., *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2008;

REVIGLIONE P., *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da Cagnasso O.-Mambriani A., Bologna, 2020, 389;

REVIGLIONE P., *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *RDS*, 2019, 629;

RIJA M., *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2012, 22;

RINALDO C., *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. società*, 2020;

RINALDO C., *Usucapione e acquisto a non domino delle quote di partecipazione in società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 631;

RIPERT G., *Traité élémentaire de droit commercial*, Parigi, 1959, 398;

RIVOLTA G.C.M., *Aspetti della disciplina delle quote nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, 261;

RIVOLTA G.C.M., *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965;

RIVOLTA G.C.M., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 1982, 269;

RIVOLTA G.C.M., *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 683;

RIVOLTA G.C.M., *Sulla società a responsabilità limitata: precedenti storici ed orientamenti interpretativi*, in *Riv. dir. civ.*, 1980, I, 477 ss.;

RIVOLTA G.M., *Diritto delle società. Profili generali*, in *Tratt. di dir. comm.*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2015, 129;

RIX M. S., *Company Law: 1844 and To-day*, in *The Economic Journal*, vol. 55, n. 218/219, 1945, 253 e ss.;

RODORF R., *Azioni e quote di società postergate nella partecipazione alle perdite*, in *Società*, 1995, 86 e ss.;

ROSAPEPE R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2033, 479;

ROSSI M., *Appunti in tema di particolari diritti dei soci di s.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 466;

ROSSI S., *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, *Rivista di diritto soc.*, 2019, 525;

RULLI E., *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2019, 121;

SALAINTRO N., *Rassegna di diritto societario (1964)*, in *Riv. soc.*, 1966, 935;

SALANDRA V., *L'impresa commerciale, Le società commerciali*, in *Manuale di diritto commerciale*, v. I, Dott. Cesare Zuffi Editore, Bologna, 1949;

SALVATORE L., *Le start-up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Le operazioni di finanziamento*. Opera ideata e diretta da Francesco Galgano, proseguita e curata da E. Panzarini con A.A. Dolmetta, S. Patriarca, Bologna, Zanichelli, 2016, 1549

SALVATORE L., *sub. Art. 2468*, in *Della società a responsabilità limitata*, Commentario Scialoja-Branca-Galgano, 2, 2022, 369;

SANTINI G., *Cessione parziale di quota non liberata nella società a r.l.*, in *Giurisprudenza italiana* 1965, I, 1, 1507;

SANTINI G., *Della società a responsabilità limitata. Art. 2472-2479 bis*, Commentario del codice civile Scialoja-Branca, a cura di F. Galgano, Bonogna Roma, 1992;

SANTINI G., *Natura e vicende della quota di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, I, 442;

SANTONI G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G. F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, III, Torino, 2007, 392;

SANTORO V., *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di s.r.l.*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore a Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M., Torino, 2020;

SANTOSUOSSO D., *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019;

SARACINO C., *Categorie di quote e particolari diritti. La comproprietà della quota*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 354;

- SARTORI F., *Dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 1999;
- SATTIN F.L., *Il processo di investimento*, in *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, a cura di A. Gervasoni e F.L. Sattin, Guerini, Milano, 2020, 305 e ss.
- SCANO A.D., *Il "tipo" società a responsabilità limitata*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 32;
- SCHIUMA L., *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Cedam, 1977;
- SCHMITTHOFF C. M., CURRY T.P.E., *Palmer's Company law*, Londra, Stevens & Sons Limited, 1959, 7 e ss.;
- SCHUBERT W., *Die Gesellschaft mit beschränkter haftung - Eine neue juristische person*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 11/12, Milano, Giuffrè Editore, 1982/83, 589;
- SCHWANDTNER C., § 5, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2022, Rn. 16 e Rn. 41;
- SCIALOJA A., *Sull'ammissibilità di nuove forme di società a responsabilità limitata* in *Atti del primo congresso nazionale delle società anonime*, Torino, 11, 12 e 13 giugno 1911, Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1912, 212;
- SCIALOJA V., *Se le azioni delle società anonime possano essere di vario valore nominale*, in *Foro italiano*, 1907, 919 e ss.;
- SCIUTO M., *L'atto costitutivo della società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2009, 604
- SCIUTO M., *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020;
- SEBASTIANELLI M., *Aumenti di capitale «iperdiluitivi» e sindacato giudiziale sull'abuso di maggioranza*, in *Giur. comm.*, 2020, 639 e ss.;

SFRAFFA A., *La tassi di circolazione sulle carature delle accomandite semplici*, in *Riv. dir. comm.*, 1912, 68;

SICLARI D., *European capital markets e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 481 e ss.;

SMIRNE P.M., *Riflessioni sulla natura della quota di s.r.l.: la quota di s.r.l. come possibile oggetto di fondo patrimoniale, La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore a Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera M., Torino, 2020, 23;

SMITH D.G., *The Exit Structure of Venture Capital*, in *UCLA L. Rev.*, 2005, 315;

SOPRANO E., *Il libro del lavoro del nuovo Codice civile (lineamenti e motivi)*, Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1942, 254;

SOPRANO E., *La società a responsabilità limitata nel secondo progetto di riforma del Codice di commercio italiano*, in *Rivista di politica economica*, 1928, IX, X;

SPADA P., *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Riv. Dir. civ.*, 2003, 5;

SPADA P., *Commento agli artt. 2325, 2452 e 2462 del Codice civile in Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol.

II, t. 1, Piccini, Padova, 2010, 5 e ss;

SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 108; Id. *La partecipazione azionaria*, in *Studium iuris*, 1996, 675 e ss.;

SPADA P., *Introduzione al diritto dei titoli di credito*², Torni, Giappichelli, 1994, 105 e ss.;

SPADA P., *L'emissione di titoli di debito nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 799 ss.;

SPADA P., *La partecipazione azionaria*, in *Studium juris*, 1996, 675 e ss.;

SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, CEDAM, 1974;

SPADA P., SCIUTO M., *Il tipo della società per azioni*, in AA.VV., *Tipo. Costituzione. Nullità, Trattato delle società per azioni*, vol. 1, t. 1, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 2004,1;

SPEDICATO G., *Le operazioni di Venture Capital*, Tesi di dottorato in diritto ed economia, Libera università internazionale degli studi sociali, Luiss Guido Carli, 2013/2014,17.

SPERANZIN M., *L'aumento del capitale sociale*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzin, Cedam, Padova, 2012, 491

SPERANZIN M., *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi*, in *RDS*, I, 2018, 335;

SPIOTTA M., *Dalle start-up alle P.M.I innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start-up e P.M.I. innovative*, diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Torino, 2020, 1 e ss.;

SPOLAORE P., *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 19 nt. 65;

SPOLAORE P., *Struttura finanziaria della S.r.l. e raccolta di capitali online*, in *Le Società*, 3, 2024, 303 e ss.

SPOLIDORO M. S., *Questioni in tema di recesso dalle società di capitali a margine di un libro recente*, in *Riv. Società*, 2012, 406;

SPOLIDORO M., *Conferimenti e strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, 206;

SPOLIDORO M., *Conferimenti in denaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Utet, 2004, 446 e 449;

SPOLIDORO M., *La riduzione del capitale sociale nella s.r.l.*, in *RDS*, 2008, 18.

SPOLIDORO M., *La s.r.l. semplificata e la s.r.l. a capitale ribassato*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 173;

SPOLIDORO M., *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, 81 ss.;

STAGNO D'ALCONTRES A., *sub art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Vol.I, Napoli, 2004, 258

STELLA RICHTER JR M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 409;

STELLA RICHTER JR M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 389;

STELLA RICHTER JR M., *La società a responsabilità limitata – Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004;

STELLA RICHTER JR. M., *“Collegamento” e “raggruppamento” delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, 385 e ss.;

STELLA RICHTER JR. M., *Diritto delle società*⁵, *Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2012;

STELLA RICHTER JR. M., *Il recesso*, in *Trattato delle società*, t. III, a cura di Donativi, Milano, Utet giuridica, 2022, 1218;

STELLA RICHTER JR. M., *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 301;

STELLA RICHTER JR. M., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 e ss.;

STELLA RICHTER JR. M., *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote.*, in AA.VV. *diritto delle società di capitali. Manuale breve*⁴, 2008, 292;

STELLA RICHTER JR. M., *Profilo storico*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba, G. Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 8 ss.;

SUPINO I., *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union in Contratto e impresa*, 4/5, 2016, 942;

SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, Quaderni di ricerca della Banca d'Italia, n. 55 del 2002, 15 e ss

TALICE P., *Le quote di categoria di srl-pmi come strumento idoneo a soddisfare interessi diversi dalla raccolta di capitali*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 10, 2018;

TASSINARI F., *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni*, in *Riv. not.*, 2003, 1405;

TOMBARI U., *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Giuffrè, Milano, 2019, 83 e ss.;

TRICOLI A., *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di diritti particolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 1029;

VALZER A., *sub art. 2346, commi 4 e 5*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, Tomo I, Milano, 2016, 472 e ss.;

VALZER A., *sub art. 2466 c.c.*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di Dolmetta - Presti Milano, 2011, 228;

VENTORUZZO M., *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *N. giur. civ. comm.*, 2005, II, 455 ss.;

VIGGIANI R., *Costituzione, atto costitutivo, s.r.l. semplificata*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, Utet giuridica, Milano, 2022, 120;

VISENTINI B., voce *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Milano, 1959, 697 e ss.;

VITALI M., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 e ss.;

VIVANTE C., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 309 ss., a 312;

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*², II, *Le società commerciali*, Vallardi, Milano, 1903, 190;

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*⁵, II, *Le società commerciali*, Vallardi, Milano, 1923, 195;

WARREN D., *Venture Capital Investment: Status and Trends*, in *Ohio St. Entrepreneurial Bus. L.J.*, 2011, 20;

WELLER, REICHER, § 15, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2022, Rn. 16-19;

WINTER, § 5, in Scholz. *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Verlag Otto Schmidt KG, Colonia, 1986;

WOOLDRIDGE F., SHARMA V.D., *The Private Company in German Law*, 1975, in *Anglo-American Law Review*, 40 e ss;

WORONOFF M.A., ROSEN J.A., *Understanding anti-dilution provisions in convertible securities*, in *Fordham Law Review*, 2005, 134

ZANARDO A., *Costituzione online e costituzione standardizzata di società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2022;

ZANARDO A., *Costituzione online di una società: uno strumento per il rafforzamento della libertà di impresa?*, in *Riv. ODC*, 2021, 1333 e ss.;

ZANARONE G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G. F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2007, 61;

ZANARONE G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G. F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2007, 57 e ss.;

ZANARONE G., *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 58 e ss.;

ZANARONE G., *Introduzione*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 89 e ss.;

ZANARONE G., *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2023, 703 e ss.;

ZANARONE G., *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, Giuffrè, t. I, 2002, 149;

ZANARONE G., *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, CEDAM, 1985;

ZANARONE G., *S.r.l. contro s.p.a. nel cammino della riforma*, in *Giur. comm.*, 1995, 401;

ZANARONE G., *sub art. 2463*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 240;

ZANARONE G., *sub art. 2466*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 405;

ZANARONE G., *sub art. 2468 c.c.*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 511;

ZANARONE G., *sub art. 2471*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474 in *Commentario Schlesinger*, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 671;

ZANARONE G., *sub art. 2481-ter*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2475-2483 in *Commentario Schlesinger*, t. II, Milano, Giuffrè, 2010, 1596;

ZANARONE G., *sub art. 2482-quater*, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2475-2483 in *Commentario Schlesinger*, t. II, Milano, Giuffrè, 2010, 1752 e ss.;

ZANARONE G., *sub. 2472 in Della società a responsabilità limitata, artt. 2462-2474 in Commentario Schlesinger, t. I, Milano, Giuffrè, 2010, 763;*

ZANONI A., *Venture capitale e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia, Cedam, 2010, 136;*

ZOPPINI A., G. ROJAS ELGUETA, *La comproprietà, in S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale, a cura di A.A. DOLMETTA, G.M.G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 26-27.*

GIURISPRUDENZA

App. Bologna, 10 luglio 1995, in *Giur. it.*, 1996, I, 2, 590

App. Firenze, 14 gennaio 1964, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1964, II, 581

App. Palermo 5 aprile 2011 n. 435, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 744

App. Palermo 5 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2012, 748, con nota adesiva di G.M. D'Aiello, *Questioni aperte in tema di vendita coattiva della quota del socio moroso di s.r.l.*;

App. Roma, 20 ottobre, 1959 *Riv. not.*, III, 1959, 791.

App. Roma, 9 marzo 1954, in *Foro it.*, 1954, I, 1385

Cass. 26 maggio 2000, n. 6957, in *Giur. it.*, 2000, 2309

Cass. civ., Sez. un., 28 novembre 2007, n. 24657 in *Giur. It.*, 2008, 1916 e ss.,

Cass. civ., 24 gennaio 2012, n. 995, reperita su *italgiure.it*

Cass. civ., 11 luglio 2014, n. 15894 reperita su *italgiure.it*

Cass. civ., 20 novembre 2017, n. 27417 reperita su *italgiure.it*

Cass. 12 maggio 1965 n. 909 in *Foro italiano* 1965, I, 2020

Cass. 8 gennaio 1966, n. 1966 in *Giur. it.*, 1966,

Cass., 08 maggio 2021, n. 13514, in *Italgjure*;

Cass., 18 dicembre 1893 in *Foro italiano*, 1894, I, 73

Cass., 21 gennaio 2020, n. 1185, in *Foro it.*, 2020, 1241

Cass. 9 aprile 2021, n. 9460, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 10 e ss.

Trib. Milano, 11 luglio 2020 in *Giur. it.*, 2021, 363 e ss.

Trib. Roma 2 maggio 2001, in *Riv. not.*, 2003, 206 e ss.

Trib. Catanzaro, 23 aprile 2008, in *Giur. merito*, 711

Trib. Monza, 15 gennaio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, 787

Trib. Bari, 28 gennaio 1974, in *Giur. it.*, 1974, I, II, 825

Trib. Milano, 14 aprile 1898, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 158

Trib. Milano, 11 luglio 2020 in *Giur. it.*, 2021, 363;

Trib. Milano, 9 aprile 2011, in www.giurisprudenzadelleimprese.it;

Trib. Monza, 15 gennaio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, 787

Trib. Roma 03 settembre 2020, n.11887, in *Giur. italiana*, 2021, 2133

Trib. Roma, 18 gennaio 1954, in *Riv. not.*, III, 1954, 282;

Trib. Roma 2 maggio 2001, in *Riv. not.*, 2003, 206 e ss.

Trib. Roma, 21 gennaio 2019, in *Riv. dott. commercialisti*, 2019;

Trib. Roma, 26 settembre 2018, in www.giurisprudenzadelleimprese.it;

Trib. Salerno, 22 marzo 1984, in *Foro padano*, I, 1984, 55

Trib. Savona, 11 ottobre 1919, in *Riv. dir. comm.*, 1922, 381

Trib. Torino, 21 dicembre 2021, in *Dejure*;

Trib. Torino, 3 luglio 2017, in *Il nuovo diritto delle società*, 2019, 377 e ss.

Trib. Trieste, 2 giugno 1994 in *Società*, 1995, 86 e ss.

BGH, 24 marzo 1954, in *BGHZ* 13, 51 e ss;

BGH, 5 novembre 1979, in *NJW* 1980, 1100;

BGH, 25 settembre 1996 in *NJW* 1996, 3338;

BGH, 19 aprile 1999 in *NJW* 1999, 2594;

BGH, 12 dicembre 2005 in *DStR* 2006, 1378;

BGH, 10 marzo 2008 in *NZG* 2008, 377;

BGH, 14 dicembre 2016 in *ZfBR* 2017, 239

C. Giust. CE, 9.3.1999, causa C-212/97, Centros Ltd. C. Erhvervs – og Selskabsstyrelsen;

C. Giust. CE, 5.11.2002, causa C-208/00, Überseering Bv c. Nordic Constraction Company Baumanagement GmbH.

ORIENTAMENTI NOTARILI

H.B.34 - *Diritto di voto del socio titolare contemporaneamente di azioni interamente liberate e di azioni in mora con i versamenti* - Comitato Interregionale dei consigli Notarili riuniti delle Tre Venezie;

I.B.25 - *Diritto di voto del socio titolare di una partecipazione interamente liberata che incrementi la medesima con una quota per la quale venga messo in mora con i versamenti* - Comitato Interregionale dei consigli Notarili riuniti delle Tre Venezie;

I.B.35- *Diritto di voto del socio titolare di una partecipazione interamente liberata che incrementi la medesima con una quota per la quale venga messo in mora con i versamenti* - Comitato interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie;

I.I. 35- *Naturale divisibilità delle quote di partecipazione in s.r.l.* - Comitato interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie;

I.I.28., *Partecipazione e valore nominale*, Comitato Interregionale dei consigli Notarili riuniti delle Tre Venezie;

I.N.12 - *Legittimità del recesso riferito ad una sola delle quote di categoria detenute da un medesimo socio* - 1° pubbl. 9/18, Comitato interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie;

I.N.6 - *Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote* - 1° pubbl. 9/18, Comitato interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie;

I.N.8 - *La disciplina della morosità con riferimento ad un socio titolare di quote di diverse categorie* - 1° pubbl. 9/18, Comitato interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie;

I.N.9 - *Limiti all'ammissibilità del voto divergente nel caso di socio titolare di quote di diverse categorie* - 1° pubbl. 9/18, Comitato interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie;

Massima n. 143, *Il minimo legale del capitale sociale delle s.r.l. (artt. 2463, 2482 e 2482-ter c.c., 19 maggio 2015*, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 169, *Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento del capitale sociale*, 7 novembre 2017, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 169, *Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento del capitale sociale*, 7 novembre 2017, Consiglio notarile di Milano

Massima n. 170, *Aumenti di capitale con "earn out" e "bonus shares"*, 7 novembre 2017, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 171. *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI* (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; 2348 c.c.), 27 novembre 2018, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 172. *Modalità e condizioni di emissione di categorie di quote di s.r.l. PMI* (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; artt. 2468 e 2473 c.c.), 27 novembre 2018, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 173. *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI* (art. 26, commi 2 e 3, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.), 27 novembre 2018, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 186, *Clausole statutarie anti-diluizione*, 7 gennaio 2020, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 25, *Quote standardizzate senza indicazione del valore nominale nelle s.r.l. PMI*, del 25 ottobre 2022, Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 36, *Aumento del capitale e azioni senza valore nominale*, del 19 novembre 2004 Consiglio notarile di Milano;

Massima n. 55, *Mora parziale del socio di società a responsabilità limitata e conseguenze in tema di vendita a rischio e pericolo, esclusione, diritti di voto e diritti particolari*, Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato;

Massima n.173, *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*, 27 Novembre 2018, Consiglio notarile di Milano.