

IX CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"PROBLEMI ATTUALI DELLA PROPRIETÀ NEL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 23-24 febbraio 2018

NICCOLÒ ABRIANI

**Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi
della società a responsabilità limitata PMI.
*"Que reste-t-il della s.r.l.?"***

SOMMARIO: 1. L'evoluzione del quadro normativo. - 2. Il ricorso al mercato dei capitali: capitale di rischio, capitale di debito e strumenti finanziari partecipativi nella "nuovissima s.r.l.". - 3. Diritti particolari di singoli soci e categorie di quote dotate di diritti diversi: dai "golden boys" (o "golden girls") alle "golden shares". - 4. Categorie di quote e diritto di voto. - 5. Portata delle nuove disposizioni e ricadute sugli assetti organizzativi. Sulla convergenza (virtuosa) della riforma della disciplina delle crisi d'impresa. - 6. Alla ricerca del sistema perduto: da Cartesio alla clessidra?

1. L'evoluzione del quadro normativo.

Il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 («*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*»), contiene una disposizione, l'art. 57, che, sotto la rubrica «*Attrazione per gli investimenti*», dispone al primo comma: «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"».

In tal modo sono state estese a tutte le s.r.l. PMI le innovative le disposizioni contenute nei commi 2, 5 e 6 dell'articolo 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, che, rispettivamente:

a) consentono la creazione di «*categorie di quote fornite di diritti*

diversi», il cui contenuto l'atto costitutivo può, «nei limiti imposti dalla legge», «liberamente determinare (...) anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi secondo e terzo, del codice civile»;

b) prevedono che, in espressa deroga all'art. 2468, 1° co., c.c., «le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di s.r.l. (...) possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'art. 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali»;

c) superano il divieto assoluto di operazioni sulle proprie partecipazioni, stabilito nell'art. 2474 c.c., legittimandole ipotesi in cui l'operazione sia compiuta «in attuazione di piani di incentivazione», con assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori, amministratori o prestatori d'opera e servizi, ma senza richiamare i limiti oggettivi-patrimoniali di cui alla disciplina della s.p.a.

Le disposizioni ora richiamate, al pari di quella enunciata dal terzo comma dell'art. 26 del d.l. 179/2012 (in tema di graduazione del diritto di voto: e v. *infra*): *i*) erano state introdotte nel nostro ordinamento nel 2012 come regole di favore per le *start-up* innovative, una disciplina di natura eccezionale e durata limitata nel tempo (in quanto le relative clausole sarebbero state destinate a cessare decorsi quattro anni dalla costituzione, poi procrastinati a cinque anni: art. 31, comma 4, D.L. 179/2012); *ii*) sono state successivamente estese dal d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, (convertito con la legge 24 marzo 2015, n. 33) alla più ampia platea delle srl PMI innovative, come regole di carattere non più transitorio, ma pur sempre eccezionali rispetto alla disciplina generale del tipo; *iii*) vengono ora a configurarsi, alla luce del ricordato art. 57 del d.l. n. 50 del 2017, come la disciplina applicabile a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l., assurgendo in tal modo a regole di carattere generale, destinate ad applicarsi alla maggior parte delle s.r.l..

Le originarie previsioni e limitazioni tuttora dettate sul punto dal codice civile vedono pertanto relegato il proprio residuo (e quanto mai angusto) spazio applicativo alla selezionata "riserva" delle rarissime società a responsabilità limitata che trascendono le soglie indicate dalla definizione europea della piccola e media impresa (duecentocinquanta dipendenti, da un lato, e, dall'altro, alternativamente, cinquanta milioni di fatturato o quarantatré milioni di attivo patrimoniale: così la Raccomandazione 2003/ 361/CE).

In tale prospettiva si iscrive sintonicamente il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 (Attuazione della direttiva 2014/65/UE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento UE n. 648/2012, così come modificato dal regolamento UE 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, c.d. MIFID II), il quale completa il mutato contesto normativo, operando, tra l'altro, una riformulazione dell'art. 100-ter TUF, ove viene ora ribadito che *"in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti dal presente decreto"* (così il nuovo comma 1-bis TUF).

Entrambi gli interventi normativi infine estendono a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. il sistema di gestione accentrata e dematerializzata di sottoscrizione e alienazione delle quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese, già introdotto per le PMI innovative dall'art. 4, decimo comma, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, con l. 24 marzo 2015, n. 33, *"in alternativa a quanto stabilito dall'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e dall'art. 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni"*.

Il d.l. n. 50 e il d.lgs. n. 129 del 2017 segnano dunque l'approdo della singolare parabola normativa della società a responsabilità limitata italiana da i) *"piccola società per azioni senza azioni"* (nel codice del 1942), a ii) società che, dopo la riforma del 2003, in quanto imperativamente chiusa nella struttura finanziaria, si stagliava come la più duttile tra le forme giuridiche dotate di personalità giuridica (al punto da avvicinarsi ad una *"società di persone a responsabilità limitata"*), sino iii) all'attuale scenario normativo, caratterizzato dalla compresenza di una perdurante autonomia statutaria e di una inedita possibilità di ricorso al mercato dei capitali di rischio, estesa anche al di fuori del settore innovativo, mediante la sollecitazione all'investimento in quote serializzate sussunte nella nozione di valore mobiliare e suscettibili di essere stabilmente scambiate all'interno di un apposito sistema multilaterale di negoziazione (mercato regolamentato di crescita per le PMI).

2. Il ricorso al mercato dei capitali: capitale di rischio, capitale di debito e strumenti finanziari partecipativi nella “nuovissima s.r.l.”.

Nel nuovo contesto normativo l'apertura alla sollecitazione pubblica nell'investimento in quote di capitale di rischio, non è più dunque appannaggio esclusivo delle imprese innovative in forma di s.r.l., configurandosi piuttosto come uno strumento generale di raccolta di mezzi propri, al quale possono fare ricorso tutte le s.r.l. PMI per rafforzare la propria capitalizzazione.

Su un piano diverso si collocano gli strumenti di raccolta del capitale di debito, da un lato, e gli strumenti finanziari partecipativi, dall'altro.

Per i primi anche nel nuovo contesto normativo sembrano conservare una perdurante portata prescrittiva le previsioni di cui all'art. 2483, che consentono di sollecitare la sottoscrizione di titoli di debito soltanto in via indiretta, tramite “investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali”, chiamati, “*in caso di successiva circolazione dei titoli di debito*”, a rispondere “*della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima*”.

Se i titoli di debito, pur entro tali limiti, costituiscono uno strumento al quale possono ricorrere tutte le s.r.l. – siano esse grandi o PMI, innovative o meno – per contro alle sole s.r.l. innovative è consentita l'emissione di “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.”. Il settimo comma, dell'art. 26 del d.l. 179/2012 non è stato infatti oggetto di modifica ad opera dell'art. 57 del d.l. 50/2017 e continua pertanto prevedere che soltanto l'atto costitutivo delle società a responsabilità innovative di cui all'art. 25, comma 2 (e degli incubatori di cui all'art. 25, comma 5) possa prevedere l'emissione di tali titoli, “a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi anche di opera o servizi”.

Il nuovo contesto normativo ripropone dunque agli interpreti il duplice interrogativo: *i)* se i limiti dettati per l'emissione dei titoli di debito siano o meno destinati ad estendersi agli strumenti finanziari

partecipativi; *ii*) se, a tal fine, occorre distinguersi a seconda che si tratti di strumenti di raccolta del capitale di debito o di rafforzamento dei mezzi propri della società emittente (quasi capitale).

Al riguardo, sembra doversi distinguere a seconda della natura, di debito o di patrimonio netto, dello strumento finanziario concretamente emesso. In tale prospettiva, si può ragionevolmente sostenere che:

a) i limiti dettati dall'art. 2483 c.c. per l'emissione dei titoli di debito sono destinati a trovare applicazione anche nei confronti degli strumenti finanziari partecipativi che non determinino un rafforzamento patrimoniale della società, configurandosi come uno strumento di raccolta di capitale di debito in ragione del diritto di rimborso accordato ai loro titolari (ed eventualmente del diritto a una remunerazione non collegata agli utili della società emittente);

b) gli strumenti finanziari partecipativi con diritto di rimborso, di cui al punto *a*):

b1) in quanto soggetti ai limiti di cui all'art. 2483 c.c., possono essere emessi da tutte le s.r.l. (anche non innovative e anche non PMI), purché non siano dotati anche di diritti amministrativi;

b2) possono essere dotati anche di diritti amministrativi, unicamente nelle s.r.l. innovative il cui atto costitutivo è richiamato dal settimo comma dell'art. 26 del d.l. 179/2012;

b3) in ogni caso, non possono da queste ultime essere offerti al pubblico tramite portali *on-line* (c.d. *equity crowdfunding*: e v. delibera Consob, 24 febbraio 2016, n. 19520, contenente l'aggiornamento del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013);

c) gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti destinati a rafforzare il patrimonio netto della società, e dunque alla formazione di un'apposita riserva, possono essere emessi soltanto dalle s.r.l. innovative e possono da queste essere offerti direttamente sul mercato, senza soggiacere ai limiti di cui all'art. 2483 c.c.;

d) gli strumenti finanziari di cui al punto *c*), proprio in quanto strumenti volti a rafforzare i mezzi propri della società (e dunque di raccolta di "*capitale di rischio*" in senso lato), possono essere offerti al pubblico tramite portali *on-line*.

3. *Diritti particolari di singoli soci e categorie di quote dotate di diritti diversi: dai golden boys (o golden girls) alle golden shares.*

L'evoluzione normativa sopra descritta è destinata ad avere importanti riflessi sugli assetti proprietari e organizzativi delle società a responsabilità limitata.

Particolarmente rilevanti appaiono i corollari della legittimazione della diversificazione tramite "diritti diversi" obiettivati in quote serializzate, che presenta intuitive - e cospicue - differenze rispetto al meccanismo dei "diritti particolari" accordabili ad personam, ai sensi dell'art. 2468 c.c..

Sotto tale angolo prospettico, pare opportuno riconsiderare alcuni temi già emersi con riferimento alle start up e alle PMI innovative, tra i quali fanno spicco:

i) la possibile coesistenza di "diritti particolari" *ad personam* e "diritti diversi" *ad quotam*;

ii) la portata dei "diritti diversi" attribuibili alle quote di s.r.l.;

iii) i perduranti "limiti previsti dalla legge" all'autonomia statutaria;

iv) il regime della modifica dei diritti diversi e della tutela degli interessi di classe dei portatori di quote della medesima categoria.

Con riferimento a tali profili, sembra potersi rilevare, in termini generali:

i) che non sembra esservi ostacolo all'utilizzo congiunto dei due strumenti di differenziazione delle posizioni dei soci, con conseguente compresenza, da un lato, di soci imprenditori, connotati dal tradizionale *status socii* delineato dal codice civile per i membri della s.r.l., arricchito da eventuali diritti particolari *ex art. 2468 c.c.*; e, dall'altro, di soci investitori, titolari di partecipazioni serializzate, che attribuiscono diritti diversi in proporzione al numero di quote possedute e indipendentemente dall'identità del socio;

ii) con riferimento ai "diritti diversi" riconoscibili statutariamente alle quote di s.r.l., l'autonomia statutaria sembra poter intervenire entro spazi più ampi rispetto a quanto consentito alle categorie azionarie (ad es., in punto di limitazione o comunque graduazione del diritto di opzione; e sull'attribuzione del diritto di opzione anche a strumenti finanziari

partecipativi, siano essi o meno convertibili v. *infra*);

iii) permangono alcuni limiti all'autonomia statutaria, tra i quali, il divieto del patto leonino, il divieto di limitazioni al diritto di recesso e di limitazioni al diritto di opzione in caso di ricostituzione del capitale conseguente ad azzeramento per perdite (sulla possibile diversificazione statutaria dei diritti di controllo v. *infra*);

iv) quanto alla modifica dei diritti diversi, non troverà naturalmente applicazione la regola dettata dall'art. 2468 per le modificazioni dei diritti particolari, demandandosi all'autonomia statutaria l'individuazione del meccanismo più efficiente di tutela degli interessi di classe dei portatori di quote della medesima categoria (attendibilmente ravvisabile in una estensione della regola dettate in tema di assemblee speciali dall'art. 2376 c.c.).

4. Categorie di quote e diritto di voto.

Una trattazione a parte merita la possibilità di creare categorie di quote differenziate sotto il profilo del diritto di voto. Al riguardo va infatti considerato, in via preliminare, che l'art. 57 del d.l. 50/2017 non richiama espressamente, tra le disposizioni destinate ad essere estese a tutte le s.r.l. PMI, il terzo comma dell'art. 26, il quale prevede che «l'atto costitutivo delle società di cui al comma 2, anche in deroga all'art. 2479, comma 5, del codice civile» possa 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».

Se è vero che il terzo comma dell'art. 26 presenta una portata e una formulazione letterale diversa rispetto al secondo comma, è altrettanto vero che opera nel suo inciso iniziale un richiamo a quest'ultimo quanto al suo presupposto applicativo.

Il soggetto della preposizione resta dunque l'atto costitutivo *della società di cui al comma 2*, sicché è in tale ambito che l'autonomia statutaria risulta legittimata - oggi nelle s.r.l. PMI, come ieri nelle s.r.l. innovative - ad intervenire, introducendo quote senza voto, a voto limitato o

comunque non proporzionale alla misura della partecipazione.

Pare dunque ragionevole ritenere che non si sia inteso richiamare espressamente anche il terzo comma, in quanto la sua estensione era già implicita nel richiamo operato dalla legge al secondo comma dell'art. 26. Le relative clausole parrebbero pertanto legittimate in tutte le s.r.l. PMI, e non soltanto nelle *start up* e nelle PMI innovative, superandosi i dubbi di compatibilità con la regola enunciata dal penultimo comma dell'art. 2479, ai sensi del quale *“ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione”*: disposizione, quest'ultima, la cui portata non sembra comunque enfaticamente in termini tali da escludere la possibilità di intervenire statutariamente sul diritto di voto (e v. infatti, in termini generali, e dunque con riguardo anche alle s.r.l. non PMI, la *Massima* n. 138 del Consiglio notarile di Milano).

Del resto, anche in assenza del terzo comma, la possibilità di intervenire sul diritto di voto nella configurazione delle categorie di quote risulterebbe già legittimata dal principio di atipicità delle categorie enunciato dal secondo comma per tutte le s.r.l. PMI, ove, come ricordato, si ammette la creazione di *“categorie di quote fornite di diritti diversi”*, consentendo la libera determinazione del loro contenuto *«anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi secondo e terzo, del codice civile legittimazione»*.

Operata tale premessa, occorre esaminare se vi siano i presupposti per una trasposizione alle s.r.l. PMI strutturate per quote delle regole poste al riguardo dalla corrispondente disciplina azionaria; e, in particolare, del limite del triplo posto al multiplo del voto e della necessità che almeno metà del capitale sia rappresentato da partecipazioni a voto pieno o multiplo.

La prospettiva di un'integrazione analogica del regime delle PMI in forma di società a responsabilità limitata con quello delle società per azioni sembra peraltro da affrontare con grande cautela, innanzi tutto alla luce della ricordata possibile compresenza di diritti particolari e categorie di quote. Più in generale, sembra meritevole di considerazione (e, naturalmente, di ulteriore sviluppo) una linea interpretativa che muova dalla distinzione tra regole poste a tutela di interessi dei creditori sociali o che comunque trascendono le posizioni dei componenti della compagine sociale (come i limiti alle operazioni sulle proprie partecipazioni e

all'assistenza finanziaria, di cui agli artt. 2357 ss. c.c.) e regole che coinvolgono le posizioni dei soci ed i rispettivi rapporti.

L'ipotesi che si intende proporre è che soltanto per le prime sussistano i presupposti per un'applicazione analogica alle s.r.l. PMI delle prescrizioni imperative dettate in tema di s.p.a., laddove per le seconde saranno i soci a valutare se e in quale misura risulti opportuno un loro recepimento nell'atto costitutivo della società.

5. Portata delle nuove disposizioni e ricadute sugli assetti organizzativi. Sulla convergenza (virtuosa) della riforma della disciplina delle crisi d'impresa.

Uno dei profili di maggiore interesse, e di più diretta inerenza al Convegno, è rappresentato dai riflessi che la nuova struttura proprietaria e finanziaria è suscettibile di produrre sull'assetto amministrativo delle s.r.l. PMI.

Innanzitutto, sul versante delle funzioni inerenti all'amministrazione della s.r.l. e sulla configurazione del relativo organo. Con riferimento a tale primo profilo, meritano di essere reconsiderati

a) il tema delle categorie di quote incorporanti il diritto di nominare un certo numero di amministratori;

b) le ragioni per le quali non è invece consentita l'attribuzione del diritto di nomina di componenti degli organi sociali ai portatori di strumenti finanziari partecipativi;

Un secondo ordine di problemi è nelle s.r.l. innovative:

c1) se sia possibile attribuire ai portatori di strumenti finanziari diritti di voto;

c2) se tali attribuzioni siano suscettibili (e in quale misura) di interferire sulle decisioni dei soci di cui agli artt. 2479 e 2479-bis c.c. ovvero sulle decisioni dell'organo gestorio; e, infine

c3) quali diritti amministrativi diversi dal voto siano attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle s.r.l. innovative.

In quest'ultimo ambito si iscrive la questione relativa al riconoscimento agli strumenti finanziari partecipativi del diritto di conversione in quote di partecipazione, del diritto di opzione su

future emissioni di quote di partecipazione e del diritto di esprimere il gradimento *ex art. 2469 c.c.* al trasferimento delle partecipazioni sociali (segnatamente con riferimento alle eventuali partecipazioni non obiettivate in quote e alle partecipazioni dotate di diritti particolari).

La trattazione viene quindi a transitare sul versante dei diritti e delle funzioni di controllo. In tale ambito viene a riproporsi il problema della legittimità di una diversificazione statutaria dei diritti di controllo di cui all'art. 2476, comma 2, c.c., dei titolari delle quote delle s.r.l. PMI; e, più in generale, della possibile regolamentazione (e derogabilità) statutaria di tale disciplina nelle società a responsabilità limitata.

L'ipotesi interpretativa che si propone in questa sede è che occorra preliminarmente distinguere a seconda della presenza o meno di soci con partecipazioni tradizionali e dotati dei diritti di controllo previsti dalla legge, nel qual caso le quote potranno essere liberamente disciplinate in sede statutaria.

Qualora si intenda intervenire anche sui diritti di controllo dei soci "tradizionali", oppure qualora non vi sia la compresenza delle due posizioni (essendo l'intero capitale suddiviso in quote obiettivate), occorre considerare se vi sia un organo di controllo obbligatorio (o anche facoltativo, ma comunque dotato dei requisiti e dei poteri propri dell'organo di controllo delle società azionarie), con il corollario che:

a) in assenza di un organo di controllo dotato dei requisiti sopra indicati, il limite alla disponibilità del diritto in esame sembra doversi ravvisare nel nucleo di diritti di informazione e controllo che la legge attribuisce "in ogni caso" al socio accomandante della società in accomandita semplice, costituito dal «diritto di avere comunicazione annuale del bilancio e del conto dei profitti e delle perdite, e di controllarne l'esattezza, consultando i libri e gli altri documenti della società» (art. 2320, ult. co., c.c.);

b) in presenza di un organo di controllo, l'autonomia statutaria potrà intervenire più incisivamente nella configurazione tanto dei diritti delle categorie di quote, quanto delle posizioni individuali dei soci, avendo come limite massimo inderogabile il diritto di consultazione dei libri sociali di cui all'art. 2422 c.c., unitamente al diritto di informazione in sede assembleare, nei termini in cui è accordato agli azionisti, ma con una

sensibilmente dilatazione derivante dalle maggiori competenze dei soci di s.r.l. (art. 2479 c.c.)

Anche alla luce di tale ricostruzione vanno considerati i significativi impatti - e gli effetti "correttivi" - che sulla materia in esame produrranno le novità prefigurate dalla riforma delle crisi d'impresa. In particolare, dalle indicazioni già puntualmente contenute nella legge delega n. 155 del 2017 con riguardo all'esplicito riconoscimento della legittimazione dei creditori sociali all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli organi di amministrazione e controllo, alla reintroduzione del procedimento di controllo giudiziario *ex art. 2409 c.c.* e soprattutto alle nuove soglie al cui superamento è imposta la nomina dell'organo di controllo (o di un revisore legale dei conti).

A quest'ultimo riguardo, merita di essere sottolineato come il nuovo parametro di riferimento corrisponda ai limiti dimensionali previsti a livello europeo per la "microimpresa" (due milioni di attivo patrimoniale o di fatturato o dieci dipendenti), sicché tutte le società a responsabilità limitata

6. Alla ricerca del sistema perduto: da Cartesio alla clessidra?

All'esito di questa rassegna delle principali novità che nel corso del 2017 hanno contribuito a ridisegnare il contesto normativo di riferimento della più diffusa forma societaria del nostro ordinamento, non pare agevole suggerire una possibile chiave di lettura degli obiettivi sottesi all'intervento del legislatore e del complessivo quadro che risulta dalla generalizzazione a tutte le s.r.l. PMI delle novità originariamente riferite agli enti operanti in settori innovativi.

Nel nuovo contesto i tradizionali assi cartesiani nei quali si poteva rappresentare con un ramo di iperbole il rapporto di proporzionalità inversa sussistente tra il grado di apertura al mercato della forma giuridica dell'impresa, da un lato, e l'autonomia statutaria nel ridefinirne l'organizzazione, dall'altro, sembrano lasciare il campo ad un sistema "a clessidra", alla cui base si collocano le s.r.l. innovative e, subito sopra, l'ampio esercito delle s.r.l. che, pur non operando in settori innovativi, sono qualificabili quali PMI.

Queste ultime, pur non potendo, a differenza delle prime, emettere

strumenti finanziari partecipativi, possono, al pari di quelle, raccogliere capitale di rischio sul mercato, sollecitando in forma diretta, indistinta e generalizzata il pubblico risparmio ad acquistare quote di partecipazione sociale standardizzate. L'obiettivo è evidentemente quello di favorire il rafforzamento patrimoniale delle piccole e medie imprese, consentendo loro di reperire risorse direttamente sul mercato, così da ovviare alla endemica sottocapitalizzazione che tradizionalmente ne pregiudica le prospettive di crescita; al contempo, però, conservando l'ampia autonomia statutaria che il codice civile riserva sul piano organizzativo al tipo società a responsabilità limitata.

Qualora la crescita, così favorita dal legislatore, determini il superamento delle soglie dimensionali della piccola e media impresa, l'ente sarà sospinto nel centro in cui si restringe la clessidra, destinato ad ospitare la selezionatissima area delle s.r.l. non PMI, che sole conservano una loro connotazione tipologica fedele al modello introdotto dalla riforma del 2003. Connotazione che costituisce un vincolo alla loro autonomia statutaria e, in quanto tale, un incentivo (o, se si vuole, un "pungolo gentile") alla trasformazione in società per azioni.

In effetti le "grandi" s.r.l. rappresentano una ipotesi già ora molto limitata sul piano quantitativo, ma destinata ad ulteriore rarefazione. In questa categoria rimarranno verosimilmente confinate le sole s.r.l. che, *ab origine* o a seguito dell'evoluzione compiuta nella precedente fase di PMI, risultino dotate di risorse patrimoniali tali da non dovere (o non dovere più) ricorrere al mercato del capitale di rischio: ricorso che in tali s.r.l. che rimane (o diventa, al superamento della soglia di PMI), precluso.

Si tratta di ipotesi non prive di una loro rilevanza sul piano qualitativo (si pensi ad alcune rare ipotesi di società a responsabilità limitata nel settore industriale, soggette a direzione e coordinamento di capogruppo in forma di s.p.a. quotate in mercati regolamentati, che svolgono a monte il ruolo di polmone finanziario a favore anche delle controllate operative), ma numericamente irrisorie.

Qualora invece la s.r.l. (nata o divenuta) grande, intenda assecondare un'ulteriore crescita ricorrendo al mercato del capitale di rischio (e senza sacrificare il numero dei dipendenti), sarà inevitabilmente sospinta dal nuovo quadro normativo a fuoriuscire dal centro della clessidra, per raggiungere la parte superiore della stessa, dove si collocano le società azionarie e al cui vertice campeggia l'auspicato approdo

evolutivo finale della quotazione in borsa (attendibilmente, approfittando dell'opzione, più consona a tali realtà imprenditoriali, dell'AIM).