

Collana

“I Temi dei Rapporti dell’ISAE”

Diritto societario e dimensione d’impresa

giugno 2003

*Estratto dal Rapporto ISAE
Priorità nazionali: Dimensioni aziendali,
Competitività, Regolamentazione*

L'autore del capitolo qui presentato è: Luisa Sciandra.

Diritto societario e dimensione d'impresa

PREMESSA

Con il D.Lgs. 6/2003 (“Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative”) ed il D.Lgs. 5/2003 (“Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia”), entrambi di attuazione della legge delega n. 366/2001, si è completata la riforma del diritto societario iniziata con il “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria” (Tuif)¹. Le nuove norme modificano l'intera sezione del codice civile dedicata alle società di capitali e, come esplicitato nella legge delega (art. 2), si pongono l'obiettivo di favorire la crescita dimensionale delle imprese, migliorarne la struttura finanziaria - aumentando il grado di apertura al mercato -, ridurre lo “scalino normativo” tra società quotate e non. La riforma si propone, inoltre, di accrescere l'affidabilità dell'ambiente normativo² e, contestualmente, di concorrere a semplificarlo, ampliando significativamente l'ambito dell'autonomia statutaria riconosciuta all'impresa.

E' opinione ampiamente condivisa che la complicazione amministrativa e di regolamentazione del nostro ordinamento costituisca un vincolo alla crescita dimensionale delle piccole e medie imprese (PMI). Gli indicatori ISAE³ (Tab. 1) sulla rigidità dell'ambiente normativo per forma giuridica e per paese confermano questa evidenza e rilevano un generale eccesso di regolamentazione dell'Italia rispetto ai paesi dell'Unione Europea. Tale contesto, concorrendo a scoraggiare il passaggio da una forma giuridica “chiusa” (al mercato dei capitali) ad una “aperta” (in particolare da Srl a Spa), vincola l'adattabilità delle imprese e la loro crescita dimensionale.

¹ D.Lgs. 58/1998 (“Legge Draghi”). Per quel che riguarda gli aspetti penalistici della riforma, in attuazione alle disposizioni della legge delega, è stato emanato il D.Lgs. 61/2002 contenente la “Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali”.

² In particolare garantendo regole che assicurino chiara ripartizione dei poteri e delle responsabilità, diano autonomia di decisione a chi è investito di compiti di gestione, tutelino i contratti. Un principio di estrema semplificazione caratterizza anche la parte di procedura della riforma come delineata da D.Lgs. 5/2003 che, tuttavia, non viene tratta in questo lavoro.

³ In ISAE (2000) è condotta un'analisi comparata tra paesi della normativa di dettaglio e amministrativa che grava sulle imprese in fase di avvio e di trasformazione organizzativa. Gli indicatori misurano l'impatto economico complessivo, in termini di costi e tempi, di particolari variabili normative (richiesta di adempimenti da parte delle Amministrazioni Pubbliche, vincoli giuridici associati alla forma giuridica prescelta, caratteristiche degli atti necessari alla costituzione o al cambiamento di forma giuridica) e di variabili relative all'efficienza del mercato del credito.

Le PMI che caratterizzano il sistema imprenditoriale del nostro paese, sono prevalentemente società “chiuse”, con forte dipendenza dai margini di autofinanziamento e dove

Tab. 1 INDICATORI DI RIGIDITÀ DELL'AMBIENTE NORMATIVO PER PAESE E PER FORMA GIURIDICA

Paesi	Public limited company (spa)	Private limited company (srl)	Partnership (snc)	Sole trader (individuali)
Francia	2,00	2,37	2,81	1,95
Germania	1,98	2,40	1,48	1,95
Irlanda	-	0,32	0,36	0,07
Italia	3,19	2,20	1,85	2,86
Olanda	1,91	1,54	0,25	0,84
Regno Unito	1,18	0,23	0,12	0,42
Spagna	2,39	1,27	0,81	0,69

Fonte: ISAE (2000).

l'interesse pubblicitario è molto limitato, salvo il profilo connesso al finanziamento bancario. Esse mostrano, infatti, una struttura finanziaria in cui predomina l'indebitamento a breve, e dove è ancora ridotta la presenza di intermediari specializzati e la diffusione di strumenti finanziari innovativi (cfr. Cap. 6 di questo Rapporto). Il modello di controllo è, inoltre, caratterizzato da un'elevata concentrazione da parte di nuclei familiari e dal limitato ruolo degli intermediari finanziari nella proprietà delle imprese. In un contesto caratterizzato dallo scarso ricorso al capitale azionario, la crescita è spesso affidata a strumenti peculiari come il gruppo piramidale⁴.

Il numero di imprese interessate dalla riforma è elevato (Tab.2) e, tra queste, una parte importante è costituita da società di piccole-medie dimensioni, prevalentemente Srl; sebbene la forma giuridica di elezione della grande impresa sia la Spa, quasi la metà di queste presenta meno di venti addetti⁵. Inoltre, come ben noto, il ricorso alla forma societaria azionaria (e dunque ad una più ampia possibilità di ricorso al capitale di terzi) solo in un numero di casi contenuto è connesso ad un'effettiva apertura della compagine sociale al mercato.

La letteratura⁶ che ha tentato di quantificare gli effetti della qualità dell'ambiente normativo sui risultati dei sistemi economici ha, tuttavia, circoscritto l'indagine prevalentemente alle grandi imprese quotate, spesso ad azionariato diffuso, evidenziando l'importanza della tutela degli azionisti di minoranza e dei finanziatori⁷. Poche sono, invece, le indicazioni che provengono

⁴ Nelle piccole e medie imprese tale organizzazione consente di imputare rami di differenti attività a società controllate, di limitare l'apertura della proprietà e di circoscrivere la partecipazione dei soci a diverse iniziative. Si tratta, pertanto, di modelli societari con un ridotto accesso al mercato dei capitali che, conseguentemente, condiziona la possibilità di ripartire il rischio imprenditoriale, di aumentare le fonti di finanziamento e le occasioni di crescita dell'impresa. Per una trattazione ampia a riguardo si veda Bianchi e Enriques (2001), Bianchi, Bianco e Enriques (1997).

⁵ La scelta della forma della Spa per le piccole imprese sembrerebbe essere collegata esclusivamente a ragioni di prestigio di tale forma giuridica.

⁶ L'approccio legale alla *corporate governance* ha enfatizzato la relazione tra qualità del contesto normativo (inteso come caratteristiche della normativa societaria ed efficienza dell'*enforcement*) in cui operano le società di capitali, ed il grado di sviluppo dei mercati finanziari ed obbligazionari. Per un'analisi nel dettaglio di questo filone teorico e le relative critiche si rimanda al riquadro successivo.

dalla letteratura economica per quel che riguarda la definizione delle caratteristiche di un sistema di regole per le società non quotate ed i suoi rapporti con la disciplina delle società quotate: è tuttavia evidente che, mentre per quest'ultime la concorrenza sul mercato

Tab. 2 IMPRESE RIPARTITE PER FORMA GIURIDICA E CLASSE DI ADDETTI

Forma giuridica	Classe di addetti					Totale
	1-9	10-19	20-99	100-499	500 e oltre	
Impresa individuale	2.335.917	18.603	3.287	27	1	2.357.835
Società di persone	657.176	44.154	10.328	146	4	711.808
Società di capitali	308.789	46.944	41.111	6.242	893	403.979
Società cooperative	26.062	4.777	4.369	681	94	35.983
Consorzi	7.926	277	227	59	15	8.504
Altra forma d'impresa	2.550	250	306	147	26	3.307
Totale	3.338.420	115.005	59.628	7.302	1.061	3.521.416
	Dettaglio società di capitali					
Spa	13.070	4.134	12.438	4.556	800	34.998
Srl	295.545	42.799	28.665	1.683	93	368.785
Altra forma di società di capitale	174	11	8	3	0	196
Totale	308.789	46.944	41.111	6.242	893	403.979

Fonte: ISTAT (1996).

internazionale dei capitali costituisce una spinta all'armonizzazione della disciplina, questo non avviene per le società non quotate (in particolare di piccole e medie dimensioni) prevalentemente dipendenti dai mercati finanziari locali⁸.

La riforma del diritto societario è destinata ad esercitare un impatto significativo, non solo per l'universo coinvolto, ma anche perché si propone finalità con una forte connotazione economica, ossia indirizzare i progetti imprenditoriali verso le forme societarie più evolute, in grado di favorire l'accesso a fonti di finanziamento esterne e stimolare la crescita dimensionale. E' pertanto in questa ottica che, nel presente capitolo, è condotta l'analisi delle nuove disposizioni. L'attenzione viene circoscritta a due principali questioni connesse alla ridefinizione della disciplina delle Società a responsabilità limitata e della società per azioni, come delineata dal D.Lgs. 6/2003: ossia verificare se la riforma favorisca l'adozione da parte delle PMI di forme societarie più "vicine" ai mercati e, quindi, possa concorrere ad incentivare il salto dimensionale; verificare, in secondo luogo, se la riforma consente di ridimensionare lo "scalino" normativo tra società quotate e non e disegni, pertanto, uno schema di incentivi tale da stimolare la quotazione delle imprese che ne possiedono le caratteristiche.

Il capitolo è organizzato come segue: nella prima parte (paragrafo 2) si illustrano alcune delle novità più rilevanti del D.Lgs. 6/2003, in particolare in materia di Srl e Spa; nella seconda parte (paragrafo 3), invece, si attua una valutazione in chiave economica della riforma.

⁷ Questo è stato il principio ispiratore del Tuif (la riforma Draghi) per le società quotate che ha sensibilmente avvicinato il sistema normativo del nostro Paese a quello dei più avanzati Paesi europei. Per un inquadramento generale si rimanda a Belcredi e Micossi (2001), Montalendi (2000).

⁸ Associazione Disiano Preite (2003).

Law & Finance, una rassegna della letteratura

L'approccio legale alla corporate governance, pur ponendosi in relazione di continuità con la letteratura economica che ha individuato nel rapporto principale-agente il problema cruciale dell'impresa¹, va tuttavia oltre l'analisi dei conflitti interni ad essa e approfondisce la relazione con la finanza ed il diritto². In questo approccio la relazione tra struttura proprietaria e controllo dipende anche dalle regole, sia interne (statuti) che esterne (norme di legge) all'azienda, nonché dall'efficienza del loro enforcement che influisce sulla dimensione del conflitto, sia direttamente (aumentando o riducendo il beneficio privato del controllo dell'impresa e riducendo il rischio di espropriazione), sia indirettamente (incidendo sui costi giudiziari e di verifica che gli azionisti debbono sostenere per controllare l'operato del management e garantire i propri diritti aziendali). Pertanto, anche le scelte finanziarie dell'impresa (ricorso al capitale proprio o al debito) devono tener conto essenzialmente delle differenze nei "diritti" di chi detiene i titoli obbligazionari o i titoli azionari, e dell'entità con cui il sistema legale ne garantisce la tutela.

La relazione tra qualità del contesto normativo – inteso come caratteristiche della normativa societaria ed efficienza dell'enforcement – in cui operano le società di capitali ed il grado di sviluppo dei mercati finanziari ed obbligazionari trova una sua prima e compiuta formulazione nei lavori di La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (LLSV) che presentano un approccio di analisi comparata dei sistemi finanziari sulla base dei diversi modelli di corporate governance. In uno studio pionieristico di impronta prettamente empirica³, le evidenze riportate suggeriscono che il grado di protezione dei creditori e degli investitori, l'enforcement, e l'origine giuridica del paese (common law, origine francese, origine tedesca), sono fattori fondamentali per lo sviluppo delle istituzioni finanziarie e l'evoluzione della corporate finance. LLSV individuano sia una relazione positiva tra grado di tutela degli investitori⁴ e sviluppo dei mercati finanziari, sia una relazione negativa tra concentrazione proprietaria e grado di protezione degli investitori. In particolare, paesi con una bassa protezione degli investitori (prevalentemente paesi di civil law) esibiscono un mercato dei capitali (di debito e di rischio) più piccolo e sottile, mentre i paesi la cui base del sistema giudiziario va ricercata nel diritto comune (di origine anglosassone), risultano più efficienti nel far rispettare le leggi dei paesi il cui codice è di derivazione francese e, nel complesso, presentano anche un sistema finanziario più avanzato. Analogamente, la distinzione tra sistemi giuridici spiegherebbe anche il diverso grado di concentrazione proprietaria delle imprese: ovvero

¹ Berle e Means (1932); Jensen e Meckling (1976).

² Il problema di agenzia nasce dalla separazione tra proprietà e controllo, tipica delle grandi imprese moderne, e dai rischi connessi alle asimmetrie informative ed alla divergenza di interessi tra proprietari e *managers*. Questo potenziale conflitto ed i connessi costi d'agenzia condizionano sia le scelte di finanziamento dell'impresa, sia quelle di investimento dei risparmiatori. Grossman e Hart (1986) e Hart-Moore (1990), seguendo la teoria dei contratti incompleti, hanno sottolineato il problema dell'allocazione efficiente dei diritti di controllo residuali (*residual claims*) al fine di limitare la discrezionalità dei *managers* il cui interesse è l'esercizio del controllo senza interferenze, mentre quello dei creditori e degli azionisti è di garantirsi dal rischio di affidare i propri capitali.

³ La Porta, Lopez de Silanes, Schleifer e Vishny (1997,1998).

⁴ L'analisi empirica ha tentato la definizione e la misura del grado di protezione degli investitori mediante la costruzione di indici costruiti in base alle caratteristiche che qualificano un sistema soddisfacente di *corporate governance* (i diritti di voto in assemblea, la facilità di accesso all'assemblea, uguaglianza di trattamento, rimedi legali contro gli abusi degli amministratori).

più elevato dove i sistemi giudiziari sono di origine francese rispetto a quelli dove prevale il diritto comune⁵.

La letteratura che ha preso le mosse da questo articolo ha approfondito, principalmente mediante l'analisi statistica, la relazione tra qualità delle regole societarie e grado di concentrazione proprietaria delle imprese quotate⁶, attestando questa relazione sia per le economie più ricche⁷, sia per le economie del sud-est asiatico⁸. Ulteriori lavori hanno dimostrato che paesi con una maggior protezione degli investitori possiedono anche maggiori opportunità di accedere al finanziamento esterno e esibiscono mercati finanziari più sviluppati. In particolare, tale differenze sono ricondotte all'entità con cui la legge garantisce gli investitori minoritari dal rischio di espropriazione da parte degli shareholders maggioritari (ad esempio garantisce information disclosure) o dai managers⁹.

Pur mancando una prova robusta del nesso causale esistente tra crescita economica e sviluppo del sistema finanziario (i lavori attestano infatti esclusivamente correlazioni positive), è tuttavia evidente come la possibilità per le imprese di ricorrere ad un mercato dei capitali articolato, sviluppato ed efficiente, costituisca un fattore certamente positivo che assicura una fonte alternativa di reperimento di risorse a supporto della crescita aziendale. Un tale contesto può infatti contribuire non solo a rilassare i vincoli finanziari dell'impresa, ma anche a fornire un meccanismo che assicuri agli investitori l'accesso all'informazione sull'attività dei gestori. Pertanto, se la disponibilità di fonti di finanziamento esterne all'impresa è importante ai fini della sua crescita dimensionale, allora quest'ultima dovrebbe essere positivamente correlata con il grado di sviluppo finanziario e, in generale, con tutti quei fattori che ne sono alla base. Queste conclusioni emergono sia da confronti cross-country¹⁰ che analisi a livello di industria¹¹. La letteratura in esame sviluppa queste conclusioni e inserisce nelle elaborazioni come variabili esplicative indicatori della caratteristica del sistema legale e giudiziario e misure della loro qualità. Ne segue che, date le differenze tra paesi nei sistemi finanziari e nei contesti legali,

⁵ Un'analoga differenza si rintraccia anche negli assetti proprietari: nei paesi di *common law* le azioni delle imprese quotate sono detenute principalmente da investitori istituzionali o singoli investitori (il cosiddetto *outsider system*), mentre in Europa prevale l'*insider system* con le *holding* familiari. Nei modelli anglosassoni, la polverizzazione degli *shareholders* riduce la loro capacità di controllare il *manager* e dà luogo a un conflitto di interessi connesso agli elevati costi per il controllo dell'attività dei gestori; contrariamente, una struttura concentrata porta alla definizione di un conflitto alternativo di agenzia tra *shareholders* maggioritari e *shareholders* minoritari.

⁶ Infatti, se la protezione accordata dall'ordinamento agli azionisti è bassa, i benefici privati del controllo sono maggiori, poiché l'azionista di maggioranza (o gli *insiders*) avrà minori rischi di subire sanzioni per eventuali appropriazioni ai danni degli azionisti di minoranza.

⁷ La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999a).

⁸ Claessens, Djankov e Lang (1999). Per l'Italia tale relazione viene attestata in Barca (1995).

⁹ A riguardo LLSV (1999b) verificano che paesi con ambienti legali efficienti hanno anche *stock markets* più ampi, un maggior numero di società quotate e una maggiore offerta pubblica iniziale (*Initial Public Offering*) rispetto ai paesi in cui la normativa accorda meno tutele. Analoghe conclusioni in Johnson, Boone, Branch e Friedman (2000).

¹⁰ Le prime intuizioni e contributi sono stati elaborati da King e Levine (1993ab) che verificano come paesi con mercati finanziari più ampi esibiscano anche tassi di crescita maggiori. Levine e Zervos (1998) attestano che gli indicatori di crescita risultano essere positivamente correlati alle diverse misure di liquidità dei mercati azionari.

dovrebbe esistere una sistematica differenza cross-country nella capacità delle imprese di ottenere risorse esterne. Questo emerge sia da studi a livello d'impresa¹², sia da analisi a livello di industria¹³ a cui si affiancano i risultati di ricerche econometriche su dati panel¹⁴.

A livello di singola impresa Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998) calcolano, attraverso lo studio di micro dati aziendali di 30 paesi sviluppati, la percentuale delle imprese che sono cresciute a tassi più elevati di quelli sostenibili con l'autofinanziamento e verificano come questa percentuale sia maggiore in paesi con sistemi finanziari più evoluti. L'analisi conferma che sia un mercato azionario attivo ed un ben sviluppato sistema legale sono fattori importanti per favorire la crescita delle imprese che ottengono più facilmente l'accesso al credito esterno¹⁵. Levine (1999) attesta una relazione statistica significativa tra maggiori livelli di protezione dei creditori e maggiori gradi di sviluppo finanziario, e tra sviluppo finanziario e reddito pro capite. Wurgler (2000), invece, verifica una relazione positiva tra la protezione legale degli investitori (sulla base degli indicatori di LLSV) e il coefficiente dell'elasticità degli investimenti (misura della capacità di un paese di spostare celermente risorse verso i settori industriali che esibiscono maggiori opportunità di crescita). Gli effetti di miglioramenti della qualità del contesto normativo di un paese sui mercati azionari, trovano una formulazione teorica in Lombardo e Pagano (1999)¹⁶. Gli autori individuano due distinte ragioni per cui miglioramenti nel contesto legale possono essere associati a una maggiore domanda di finanziamento esterno da parte delle imprese: in primo luogo, incidendo sul rapporto di agenzia, leggi buone ed un enforcement efficiente riducono i benefici privati dei managers, aumentando la credibilità del maggior rendimento che le compagnie garantiscono agli shareholders esterni e la disponibilità di risorse esterne. In secondo luogo, incidendo sulla profittabilità dell'impresa, un tale contesto amplia il menù di contratti che le compagnie possono utilizzare e riduce il costo dell'enforcement, rendendo le società più profittevoli e aumentando l'ammontare di finanziamenti che attraggono. In altre parole, l'efficienza dell'enforcement aumenta la completezza del contratto e riduce i costi per la sua applicazione. Un aspetto caratterizzante la crescita economica è che parte di questa ha luogo mediante l'aumento delle dimensioni delle imprese esistenti. Rajan e Zingales (1995) verificano che lo sviluppo finanziario incide sulla crescita in due modi: sia influenzando sulla dimensione media¹⁷ delle imprese esistenti, sia sul numero delle nuove imprese nei settori industriale che maggiormente ricorrono

¹¹ Rajan e Zingales (1998), utilizzando un campione di dati statunitensi, rilevano che paesi con un maggiore livello di sviluppo del sistema finanziario sono caratterizzati, nel medio termine, da tassi di crescita del valore aggiunto più elevati in quelle industrie che maggiormente necessitano di risorse esterne per finanziare lo sviluppo della propria attività.

¹² Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998, 1999).

¹³ Wurgler (2000).

¹⁴ Beck, Levine e Loayza (2000) analizzano gli effetti che lo sviluppo dell'intermediazione finanziaria esercita sulla crescita economica e verificano che paesi con leggi che garantiscano tutela ai diritti degli investitori tendono ad esibire un miglior sviluppo di sistemi finanziari e per questa via incidere positivamente sulla crescita economica.

¹⁵ Nelle elaborazioni, viene inserita come indicatore della qualità del contesto legale e della facilità con cui le società possono contrarre contratti, la variabile *Law & Order*, misura elaborata dall'*International Country Risk Guide*, e che valuta l'efficacia con cui in un paese viene applicata la legge.

¹⁶ Lombardo e Pagano (2000).

alla finanza esterna. Kumar, Rajan e Zingales (1999) recentemente approfondiscono questa intuizione e verificano una relazione positiva tra efficienza del sistema giudiziario e dimensione delle imprese¹⁸.

Le conclusioni cui perviene questa letteratura è che un'insufficiente tutela dell'investitore ostacola la diffusione della proprietà azionaria, costituisce un incentivo alla concentrazione e limita la crescita dimensionale delle imprese. Sono, tuttavia, possibili a una serie di osservazioni critiche¹⁹ che evidenziano alcuni limiti interpretativi delle teorie esposte. In primo luogo, esse non spiegano l'evidenza del persistere di concentrazioni proprietarie nei paesi sviluppati anche in presenza di una normativa societaria che garantisca gli investitori minoritari. A riguardo Roe²⁰ nota che le regole del governo societario presentano dei limiti nel mitigare i conflitti di agenzia: se da una parte concorrono a ridurre quella parte dei costi di agenzia derivanti dalle possibili espropriazioni degli insiders a danno degli outsiders, non possono tuttavia impedire errori delle scelte gestionali (anche quando questi derivino dal perseguimento di finalità non compatibili con gli interessi della società). La legge societaria "buona" può pertanto limitare i managers dal sottrarre parte della rendita, ma poco può fare nell'obbligare gli stessi a condurre bene l'azienda²¹ e nel limitare l'eventuale loro cattiva condotta: questa componente del costo di agenzia trova rimedio solo parziale nelle regole a tutela dell'investitore.

Inoltre, nelle elaborazioni sono omesse una serie di variabili pur rilevanti e, addirittura, determinanti nelle scelte finanziarie dell'impresa (l'orizzonte temporale dell'impresa, l'importanza che riveste l'investimento in ricerca e sviluppo e la struttura del sistema industriale)²². A questo si affianca poi il "bagaglio" culturale istituzionale di un paese (la cosiddetta path dependence) che può incidere sulle scelte finanziarie operate.

Come osservato, le analisi econometriche verificano l'esistenza di una correlazione positiva tra qualità del sistema legale (prevalentemente inteso come protezione degli investitori minoritari), dimensioni dei mercati dei capitali e crescita, senza tuttavia approfondire e chiarire il nesso causale esistente. LLSV (1999) notano che se le misure di protezione dei creditori possono derivare dalle pressioni del mercato, tuttavia l'elemento determinante, ossia l'origine legale del paese, è un aspetto esogeno. Tuttavia potrebbe verificarsi che un maggior livello di sviluppo finanziario concorra alla definizione di norme che garantiscano e rafforzino i diritti degli investitori. Questo è il punto centrale della critica avanzata dal cosiddetto political economy approach²³ secondo cui le

¹⁷ Un'ampia rassegna della letteratura sulle determinanti della dimensione d'impresa in Kumar, Rajan e Zingales (1999).

¹⁸ In particolare, Kumar, Rajan e Zingales (1999) verificano che paesi con sistemi giudiziari efficienti presentano imprese capital intensive di dimensioni relativamente minori rispetto ai i settori industriali R&D.

¹⁹ Spaventa (2001).

²⁰ Roe (1994, 2001).

²¹ E' quello che nella terminologia americana è il *business judgement rule*, il quale impedisce di sanzionare errori manageriali.

²² La composizione dell'attivo può inoltre agevolare il ricorso al capitale di rischio. Le immobilizzazioni sono certamente rilevanti come garanzia al credito bancario, mentre i beni intangibili favoriscono e agevolano il ricorso al capitale di rischio.

²³ Per una rassegna si veda Pagano e Volpin (2001).

leggi non sono immutabili, ma si evolvono nel tempo in risposta alle influenze che diversi gruppi di pressione possono esercitare nella compagine politica di un paese²⁴. Pagano e Volpin (2002)²⁵, ad esempio, elaborano un modello in cui le leggi e le regole sono il risultato di coalizioni che si formano tra i diversi gruppi d'interesse, condizionati da interessi economici. Il political approach prende le distanze sia dalle impostazioni che ricollegano le normative a fattori storici (le origini legali), sia da quelle che li ricollegano a fattori ideologici (Roe). L'assenza della verifica della direzione del nesso di causalità tra sistema normativo e modifica degli assetti industriali, finanziari e proprietari porta anche ad identificare in un efficace quadro normativo un condizione necessaria, ma non sufficiente per la garanzia di un efficiente assetto finanziario. La letteratura di Law and Finance, infatti, ha illustrato la superiorità del diritto comune rispetto a quello civile nella tutela dell'investitore²⁶, ma i recenti scandali finanziari hanno concorso a ridimensionare l'attribuzione di qualifica di ottimalità ai sistemi di governance di origine anglosassone.

²⁴ Inoltre Roe contro l'opinione diffusa che la struttura della *public company* sia il prodotto della selezione naturale, l'inevitabile conseguenza di sviluppi tecnologici che richiedono capitali sempre più ingenti, sostiene che il modello societario a proprietà frammentata è il risultato di decisioni politiche. Il grado di protezione degli investitori e l'*enforcement* delle leggi non sono variabili esogene, i processi politici, indotti anche da fattori economici, possono concorrere a modificare l'ambiente normativo e le scelte politiche che definiscono la protezione degli investitori e l'*enforcement* dello stesso sono guidati da fattori ideologici.

²⁵ Pagano e Volpin (2002).

²⁶ Per approfondire il nesso di causalità, la letteratura di *Law and Finance* si è orientata ad investigare le caratteristiche proprie delle origini legali che concorrono a generare sistemi che garantiscono una buona protezione per gli azionisti. Una spiegazione "giuridica" a questo è stata di recente articolata nei lavori di Coffee (2000) e Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000). Un approccio più propriamente "storico", invece, sostiene che un importante fattore che definisce le leggi è il fatto che lo stato riveste un ruolo relativamente maggiore nella regolazione delle attività economiche nei paesi di *civil law* rispetto a quelle di *common law*, dove la legge si è venuta a forgiare per proteggere la proprietà privata contro la corona. A riguardo, cfr. LLSV (1999).

minoranze costituisce uno dei criteri ispiratori dell'intera riforma e passa sia attraverso il riconoscimento ed il rafforzamento dei diritti partecipativi (voto per corrispondenza, deleghe di voto), sia dei diritti di intervento attivo (le cosiddette *voice*), sia un rafforzamento delle tutele giudiziarie (come l'azione di responsabilità, denunce al tribunale). In tema di *governance* e controlli interni il Tuif ha concorso alla definizione di una più chiara ripartizione delle competenze tra collegio sindacale e società di revisione: al primo competono principalmente i controlli di legittimità sull'attività degli amministratori, al secondo, invece, spetta in via esclusiva il controllo contabile sull'attività della società¹⁰. Il Tuif contiene, inoltre, una serie di norme che incidono sulla trasparenza e l'informativa societaria, in particolare sull'obbligo della pubblicità degli assetti proprietari e di comunicazione alla Commissione per le società quotate in borsa (CONSOB) di fatti rilevanti.

La nuova disciplina per la società di capitali nel D.Lgs. 6/2003: la Spa e la Srl

La riforma, ricalcando parzialmente le conclusioni della commissione Mirone, è indirizzata alla rimozione degli elevati vincoli normativi e delle rigidità della disciplina delle società di capitali¹¹. Il principio di forte semplificazione si individua, in particolare, nella ridefinizione dei connotati che caratterizzano le Spa e le Srl e nella concessione di ampi margini all'autonomia statutaria.

A favore della flessibilità del sistema, la scelta della forma societaria è riservata alla competenza dei singoli operatori che, in base alle proprie esigenze imprenditoriali, possono optare tra una pluralità articolata di modelli organizzativi. Secondo le indicazioni dalla legge delega, sono stati disegnati due "livelli" di società: la Srl per le imprese a "ristretta compagine sociale" (art. 3) e la Spa per quelle a "compagine sociale potenzialmente ampia" (art. 4). Nel D.Lgs. 6/2003 si è tentato, tuttavia, di non irrigidire il rapporto tra schemi giuridici e tipologie economiche delineando, invece, un *continuum* di schemi societari e distinguendo tra schemi societari "chiusi" (al mercato dei capitali), ma potenzialmente apribili (ossia con possibilità di fare ricorso al mercato dei capitali senza cambiare forma giuridica) e schemi societari "aperti". Il sistema "modulare" degli schemi societari prevede:

- una Srl "chiusa";
- una Srl che ricorre al mercato dei titoli di debito (indirettamente al pubblico risparmio);
- una Spa di base ("chiusa");
- una Spa che ricorre al mercato dei capitali di rischio ("aperta") che prevede:
 - una Spa ad azionariato diffuso;*
 - una Spa quotata.*

¹⁰ A riguardo il Tuif ha definito norme stringenti al fine di garantire l'indipendenza e l'idoneità tecnica dei revisori, e alla CONSOB è stato attribuito il compito di definire le sanzioni penali connesse per eventuali infrazioni.

¹¹ Questa impostazione che ha informato l'intera riforma, ha interessato anche la parte processuale (D.Lgs. 6/2003) ispirata a principi di forte semplificazione normativa.

La riforma societaria: storia ed evoluzione

Le prime proposte di riforma della disciplina delle società per azioni si inseriscono all'interno della strategia di lotta ai monopoli industriali del secondo dopoguerra¹. Le riflessioni in materie provengono da un gruppo di intellettuali, gli Amici del Mondo che, nel corso di un convegno tenutosi a Roma nel marzo del 1955, evidenziarono la necessità di operare una revisione della normativa societaria; in questa prospettiva, la funzione antimonopolistica del diritto delle società per azioni avrebbe dovuto concorrere ad impedire la formazione di gruppi di potere all'interno delle società. A riguardo, infatti, le disposizioni del codice civile risultavano carenti dal punto di vista della tutela degli azionisti nel favorire e stimolare la raccolta del risparmio azionario. Nel 1959 venne insediata una Commissione studio, presieduta dal giurista Francesco Santoro Passarelli i cui lavori, conclusi nel 1961, non diedero però esito ad alcun intervento legislativo.

La revisione della disciplina della società per azioni tornò di attualità nella prima metà degli anni sessanta, con l'istituzione di un'altra Commissione, presieduta da Alfredo de Gregorio, illustre ordinario di diritto commerciale, che delineò un progetto di riforma complessiva per le società quotate in cui compaiono molte delle innovazioni che caratterizzeranno le successive proposte riformiste: il divieto di partecipazioni incrociate, la limitazione delle deleghe, l'ampia rilevanza al conflitto d'interessi, la forte tutela patrimoniale degli azionisti in caso di aumento di capitale. La proposta prevedeva, inoltre, l'istituzione delle azioni di risparmio e l'affidamento del controllo esterno alla Banca d'Italia. Il progetto non ebbe tuttavia alcun seguito, in parte a causa dei timori di un'eccessiva interferenza da parte dell'organo di vigilanza nell'attività delle imprese.

Le iniziative riformatrici ripresero solo dopo un decennio quando, su iniziativa di Ugo La Malfa, fu predisposto, dalla Commissione presieduta dal magistrato Dino Marchetti, uno "schema di disegno di legge contenente norme modificative della disciplina della società per azioni" che, pur ponendosi in linea con i progetti precedenti, privilegiava l'abbinamento tra disciplina societaria e disciplina del mercato dei capitali. Questa impostazione rispondeva all'esigenza di incentivare l'afflusso del risparmio verso l'impiego azionario a fronte, soprattutto, del crescente indebitamento bancario delle imprese e della progressiva scomparsa, dal mercato azionario, del piccolo investitore. La rivitalizzazione del mercato borsistico, tuttavia, fu attribuita prevalentemente a provvedimenti di natura fiscale e le indicazioni della Commissione Marchetti solo in parte confluirono nella L. 216/1974 che istituiva l'organo di supervisione delle società quotate (la CONSOB) e prevedeva norme di delega per una più compiuta disciplina della borsa, della revisione e certificazione dei bilanci, della contabilità delle società finanziarie.

Nella corso degli anni ottanta, l'intervento riformatore in tema di società di capitali si caratterizzò per provvedimenti legislativi parziali, prevalentemente a recepimento delle direttive comunitarie. Tuttavia, il mutarsi del rapporto tra Stato ed economia contribuì ad alimentare l'esigenza di un intervento di riforma complessiva e maggiormente incisiva. In particolare, anche l'impossibilità di destinare risorse pubbliche alle imprese ha evidenziato la necessità di una disciplina societaria che favorisse l'afflusso del risparmio verso l'impiego azionario e garantisse un utilizzo ottimale di queste risorse da parte dei soci di controllo, superando i limiti delle società azionarie in termini di raccolta ed utilizzo produttivo del capitale. A questa esigenza si affiancavano, inoltre, gli stimoli della crescente competizione internazionale tra ordinamenti che

¹ Teti (2001).

richiedevano soluzioni normative tali da garnatire al nostro Paese un ruolo sul mercato dei capitali. Il primo passo in questa direzione fu compiuto, allora, con l'emanazione del Tuif che ha introdotto profondi cambiamenti in tema norme di diritto societario applicabili alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati.

Lo schema di legge delega della Commissione Mirone

A seguito dell'emanazione del Tuif, il primo intervento per la rivisitazione della disciplina delle società di capitali, avviene con l'istituzione, con il decreto ministeriale 24 luglio 1998, presso il Ministero di Grazia Giustizia, di una Commissione, presieduta dal prof. Antonino Mirone, con il compito di predisporre un disegno organico di legge delega per la riforma del diritto societario. Nel febbraio del 2000 la Commissione ha concluso i propri lavori consegnando il testo dello schema di disegno di legge delega. L'art. 2 enuncia i principi generali ispiratori della riforma delle società di capitali, nello specifico:

- a) favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali;*
- b) valorizzare il carattere imprenditoriale delle società e definire con chiarezza e precisione i compiti e le responsabilità degli organi sociali;*
- c) semplificare la disciplina delle società, tenendo conto delle esigenze delle imprese e del mercato concorrenziale;*
- d) ampliare gli ambiti dell'autonomia statutaria, tenendo conto delle esigenze di tutela dei diversi interessi coinvolti;*
- e) adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese, anche in considerazione della composizione sociale e delle modalità di finanziamento;*

Il disegno di legge si propone anche l'adozione di nuove norme dirette ad assicurare una più rapida ed efficace tutela sul piano giudiziario con l'istituzione, presso i tribunali delle città sedi di corte di appello, di sezioni specializzate nella trattazione delle cause e dei ricorsi camerali che richiedono un elevato grado di competenza nei settori economico e finanziario².

L'articolato proposto dalla Commissione Mirone prevede la predisposizione di modelli societari "flessibili", lasciando all'imprenditore la scelta del modello più idoneo alla propria attività, ma fissando regole molto stringenti a tutela dei terzi. Lo schema del disegno di legge rifiuta, come esplicitato nella relazione di accompagnamento, l'idea originaria di una rigida ripartizione tra due schemi normativi volti a disciplinare l'uno (Srl) la società chiusa, e l'altro (Spa) la società aperta, astenendosi dal definire i presupposti del "tipo" (numero dei soci, numerosità dipendenti, etc.). Il disegno di legge definisce, invece, un modello di base, cui si aggiungevano regole caratterizzate da un maggior grado di imperatività in considerazione dell'effettivo ricorso al mercato dei capitali. In particolare, la Commissione proponeva una Srl, regolata in maniera autonoma, modellata sulle esigenze proprie delle imprese a ristretta compagine sociale e caratterizzata da un'ampia statutaria; e una Spa modellata sulle esigenze proprie delle imprese a compagine sociale potenzialmente ampia, caratterizzata anche dalla possibilità di ricorso al capitale di rischio.

In relazione alle società cooperative il progetto Mirone era orientato sia a dotare tali imprese

² Banca d'Italia (2003).

di uno statuto che consentisse di recuperare l'inferiorità istituzionale rispetto alle imprese lucrative, sia a sanarne le inefficienze in termini di raccolta di capitale di rischio e di governance. In tema di gruppi, si proponeva una disciplina volta a favorire la trasparenza dei rapporti intragruppo, mentre in materia di diritto penale l'impostazione del progetto prevedeva che il legislatore delegato dovesse attenersi a principi di carattere generale, quali: determinatezza e precisione, in modo da definire con la maggior chiarezza il precetto penalmente sanzionato; sussidiarietà dell'intervento penalistico; offensività, in modo da limitare la punibilità alle sole condotte che si prospettino concretamente offensive del bene giuridico tutelato; personalità della responsabilità penale, in modo, anzitutto, da consentire l'esatta ed inequivoca individuazione dei soggetti attivi del reato. Le indicazioni relative alle norme sulla giurisdizione prevedevano l'istituzione di un giudice specializzato nella materia commerciale, e la predisposizione di strumenti processuali adeguati alle esigenze di certezza e celerità dell'intervento.

La legge delega 3 ottobre 2001, n. 366

La parte civilistica della legge delega (L. 366/2001) riprende l'originario progetto elaborato dalla Commissione Mironi, con la sola eccezione relativa alle norme in materia di società cooperative, quelle relative agli illeciti penali ed amministrativi delle società commerciali e quelle in tema di nuove norme sulla giurisdizione. Relativamente al falso in bilancio e altre comunicazioni sociali la L. 366/2001 si discosta sensibilmente dall'impostazione indicata dalla Commissione trasformando i reati da "reati di pericolo" a "reati di danno" con la conseguenza della rilevanza per la sua sussistenza dell'accertamento dell'effettiva lesione di un interesse determinato. La delega in materia penale è stata esercitata con il D.Lgs. 61/2002 in cui è stata soppressa la norma che prevedeva l'istituzione di sezioni specializzate nel settore del diritto dell'economia. Parte dei principi in materia delle regole processuali volte a consentire una più rapida ed efficace definizione dei procedimenti, mantenuti nell'art. 12 della legge delega, sono alla base del D.Lgs. 5/2003 contenente la "Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia".

Per completare la parte civilistica della riforma è stata istituita presso il Ministero della giustizia una nuova commissione (Commissione Vietti). La Commissione ha concluso i suoi lavori nel settembre 2002 e nel gennaio di quest'anno il Parlamento ha licenziato i decreti legislativi n. 5/2003 e n. 6/2003.

Formalmente, non si è fissato un rapporto tra dimensione dell'impresa e modello societario (ad esempio prevedendo l'obbligo di quotazione al raggiungimento di parametri dimensionali prefissati), scelta che avrebbe costretto le imprese in rigidi vincoli di correlazione; si è, invece, optato per una graduazione di modelli sufficientemente elastici, consentendo agli operatori di adottare lo schema societario più consono alle esigenze concrete. Analogamente, la Commissione Mirone si è orientata per la definizione di modelli societari flessibili, con un tasso di obbligatorietà e imperatività delle norme crescente man mano che l'attività delle società si dirige verso forme maggiormente orientate al mercato (quindi aperte) in cui è più sentita l'esigenza di tutela degli investitori (Tab.4).

Tab. 4 SPA DI BASE E SPA APERTA NEL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO

Tutela delle minoranze	Spa di base	Spa aperta
Azione sociale di responsabilità	Soci che rappresentino almeno 1/5 del capitale sociale. Una diversa misura può essere previste dallo statuto (ma non inferiore ad 1/3)	Soci che rappresentino almeno 1/20 del capitale sociale. Una misura minore può essere previste dallo statuto.
Blocco delle minoranze	L'assemblea straordinaria delibera con voto favorevole di tanti soci che rappresentano più della metà del capitale sociale	L'assemblea è costituita con i soci che rappresentano almeno la metà del capitale sociale, e delibera con voto favorevole di almeno 2/3 del capitale rappresentato in assemblea.
Impugnazione delle delibere Assembleari	5% del capitale sociale	1% del capitale sociale
Denuncia al collegio sindacale	Soci che rappresentano 1/20 del capitale sociale.	Soci che rappresentano 1/50 capitale sociale
Denuncia al tribunale di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori	Soci che rappresentano 1/10 capitale sociale.	Soci che rappresentano 1/20 capitale sociale.
Protezione interessi connessi all'appello pubblico risparmio		
Patti parasociali	Nessun obbligo di pubblicità	Obbligo di pubblicità
Denuncia del Pubblico Ministero	Il Pubblico Ministero non è legittimato alla denuncia al tribunale di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori	Il Pubblico Ministero è legittimato alla denuncia al tribunale di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori.
Soci rappresentabili in assemblea	Il numero di soci che possono essere rappresentati dallo stesso delegato in assemblea è pari ad un massimo di 20.	Il numero di soci che possono essere rappresentati dallo stesso delegato in assemblea è pari, a seconda della capitalizzazione, a 50, 100, 200.
Convocazione dell' assemblea	Obbligo di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale.	Lo statuto della società può prevedere la convocazione mediante avviso comunicato ai soci.
Divieto introdurre elementi personalistici	Possibilità di prevedere nello statuto cause di recesso ulteriori	Divieto di prevedere nello statuto ulteriori cause di recesso rispetto a quelle legali.
Elementi di semplificazione	Controllo contabile esercitabile dal collegio sindacale se la società non è tenuta alla redazione del bilancio consolidato.	Divieto di assegnazione del compito di controllo contabile al collegio sindacale
Controllo contabile	Controllo contabile società di revisione o revisore	Solo società di revisione (divieto di assegnazione funzione di controllo a persona fisica)
Sistema monistico	Non è previsto alcun limite al numero di membri del comitato per il controllo della gestione nel sistema monistico.	Nel sistema monistico è vietato un numero di membri del comitato per il controllo della gestione inferiore a tre.

Fonte: Artt. 2366, 2368, 2341 *ter*, 2372, 2377, 2393, 2393 *bis*, 2408, 2409, 2409 *bis*, 2409 *octiesdecies*, 2437 D.Lgs. 6/2003.

La nuova disciplina delle Spa, la semplificazione normativa

La nuova disciplina della Spa prevede un assetto normativo caratterizzato da un modello di base unitario e regole con un maggiore grado di imperatività, nel caso in cui le società facciano

ricorso al capitale di rischio e siano, pertanto, maggiori le esigenze di tutela del socio-risparmiatore. Si ampliano, inoltre, gli spazi attribuiti all'autonomia statutaria¹² delle Spa a cui è concesso di scegliere, entro la cornice normativa, sia la propria struttura organizzativa (sistema monistico, dualistico o tradizionale¹³), sia le regole di *governance*.

La riforma risponde alle esigenze di semplificare l'ambiente normativo estremamente rigido rispetto agli altri paesi europei e tale da disincentivare il passaggio da una forma giuridica all'altra. In questa ottica rientrano sia gli elementi di semplificazione nel procedimento costitutivo¹⁴ (come, ad esempio, le disposizioni che limitano la rilevanza dei vizi nella fase costitutiva), sia la possibilità di consentire la costituzione della società da parte di un unico socio, prevedendo adeguate garanzie per i creditori.

Nel nuovo contesto, le Spa di base e quelle ad azionariato diffuso sono regolate dalle norme del codice civile, mentre le Spa quotate sono disciplinate in parte dalle disposizioni del codice civile (poiché appartenenti alle Spa aperte) ed in parte dal Tuif a cui si aggiungono anche le indicazioni previste nel regolamento delle società di gestione del mercato regolamentato, aprendo un delicato problema di coordinamento (Tab. 5)¹⁵.

Tab. 5 IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO PER LE SPA

Modelli	Descrizione	Normativa applicabile
Spa "chiuse"	Società con titoli diffusi tra il pubblico	Sono disciplinate per intero dal diritto azionario comune (Capo V, Titolo V, Libro V del codice civile)
Spa "aperte" non quotate	Società con titoli diffusi tra il pubblico in maniera rilevante, ma non quotate	Si applica il diritto azionario comune per quanto non è espressamente previsto dalle disposizioni speciali per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio
Spa "aperte" quotate	Società emittenti azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in maniera rilevante.	<ul style="list-style-type: none"> - Tuif e relativi regolamenti di attuazione. - Specifiche disposizioni dettate dal codice civile per le spa quotate. - Disposizioni per le società che fanno ricorso al capitale di rischio. - Diritto azionario comune per quanto non espressamente previsto

L'obiettivo definito dalla legge delega di incentivare la crescita dimensionale è perseguito attraverso l'utilizzo di una gamma più estesa di strumenti finanziari, con un'accentuata diversificazione degli strumenti di raccolta del risparmio: alle Spa, infatti, è riconosciuta la possibilità di determinare liberamente il contenuto delle azioni delle varie categorie adattandole

¹² Fin tanto che non si presentino esigenze di tutela del mercato e dei risparmiatori, sembra opportuno consentire ampio margine all'autonomia statutaria e alla dialettica tra i soci.

¹³ Per una trattazione approfondita si veda più avanti.

¹⁴ La disciplina della costituzione della società per azioni era già stata modificata sensibilmente dall'art. 32, L. 340/2000 che ha previsto la soppressione del giudizio di omologazione da parte dell'autorità giudiziaria.

¹⁵ A riguardo, tendenzialmente si intravede una predominanza delle norme del Tuif su quelle del codice civile, come prevede l'articolo 2325-*bi* D.Lgs. 6/2003.

alle esigenze di finanziamento e di *governance*¹⁶. L'introduzione di nuovi istituti giuridici (come i patrimoni destinati) e l'utilizzo di una più estesa gamma di prodotti finanziari, consentirà schemi diversificati di promozione del finanziamento, anche partecipativo¹⁷. Inoltre, relativamente all'emissione di titoli di debito sono introdotte importanti novità, nell'ottica di una semplificazione di tali strumenti, tale da rendere più sfumata la distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito¹⁸.

I modelli organizzativi delle Spa

Un'innovazione di importanza notevole, introdotta dal D.Lgs. 6/2003 in tema di governo societario, riguarda i modelli di amministrazione e controllo delle Spa. La riforma, infatti, da una parte valorizza il ruolo dell'autonomia statutaria nell'organizzazione del controllo interno, dall'altra prevede un'articolazione delle competenze distinte tra organi di controllo dell'amministrazione¹⁹ e organi di controllo contabile²⁰, estendendo a tutte le Spa il principio di separazione che già caratterizza le società quotate.

Le Spa possono inoltre adottare - oltre al modello tradizionale che si applica in mancanza di diversa disposizione statutaria - due ulteriori schemi di amministrazione e controllo: il sistema "dualistico" o quello "monistico" (Tab. 6).

Il primo modello, ispirato all'ordinamento tedesco (Tab. 7) e allo Statuto della Società Europea²¹, realizza uno schema di *governance* in cui le più importanti funzioni dell'assemblea ordinaria sono attribuite ad un organo professionale, il Consiglio di sorveglianza. In tale sistema le funzioni amministrative sono affidate al Consiglio di gestione nominato dal Consiglio di sorveglianza cui spettano competenze composite, con funzioni di controllo proprie del collegio sindacale e con l'attribuzione di parte delle funzioni dell'assemblea ordinaria (nomina, revoca e retribuzione dei componenti del Consiglio di gestione, approvazione del bilancio, promozione

¹⁶ Azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative

¹⁷ La possibilità di utilizzare strumenti finanziari partecipativi costituisce una novità rilevante della riforma. I possessori di tali strumenti non hanno diritto di voto nell'assemblea generale (sebbene lo statuto può prevederlo per argomenti circoscritti).

¹⁸ In particolare, l'art. 2411 del D.Lgs. 6/2003 consente l'emissione di obbligazioni per cui la restituzione del capitale può essere subordinata, in tutto o parzialmente, alla soddisfazione di altri creditori della società, attribuendo così ad esse connotati tipici degli strumenti di partecipazione al rischio d'impresa.

¹⁹ Collegio sindacale, comitato di controllo sulla gestione o consiglio di sorveglianza

²⁰ Pertanto, il controllo contabile è stato sottratto al collegio sindacale ed è stato attribuito ad un revisore o società di revisione, con la sola eccezione, per di più facoltativa, per le società che, oltre a non fare ricorso al mercato del capitale di rischio, non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato. I compiti del collegio sindacale sono stati pertanto limitati alla vigilanza sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società.

²¹ Regolamento del Consiglio dell'Unione Europea dell'8 ottobre 2001.

Tab. 6 MODELLI DI GOVERNANCE PER LE SPA

	AMMINISTRAZIONE	CONTROLLO DI LEGITTIMITA'	CONTROLLO CONTABILE
Il sistema tradizionale	<p>Consiglio di amministrazione o amministratore unico.</p> <p>Chi lo nomina: Assemblea dei soci; fatta eccezione per i primi amministratori che sono nominati nell'atto costitutivo. Non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi</p>	<p>Collegio sindacale. Si compone di tre o cinque membri effettivi, soci o non soci.</p> <p>Chi lo nomina: Assemblea dei soci.</p>	<p>Revisore contabile (persona fisica o società di revisione) iscritto nel registro istituito presso il Ministero delle Giustizie.</p> <p>Per le società che non facciano ricorso al capitale di rischio e non siano tenute al bilancio consolidato, il controllo contabile può essere esercitato dal Collegio sindacale in cui tutti i membri devono essere revisori dei conti.</p> <p>Chi lo nomina: Assemblea dei soci, sentito il collegio sindacale. L'incarico ha durata di tre esercizi</p>
Sistema "dualistico"	<p>Consiglio di gestione costituito da almeno due componenti anche non soci.</p> <p>Chi lo nomina: Consiglio di sorveglianza, previa determinazione del loro numero nei limiti stabiliti dallo statuto.</p>	<p>Consiglio di Sorveglianza.</p> <p>Chi lo nomina: Assemblea dei soci</p>	<p>Revisore contabile o società di revisione iscritti nel registro istituito presso il Ministero della giustizia.</p> <p>Società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili (soggetta alla vigilanza della CONSOB) nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio</p> <p>Chi lo nomina: Assemblea dei soci</p>
Sistema "monistico"	<p>Consiglio di amministrazione.</p> <p>Chi lo nomina: Assemblea dei soci</p>	<p>Comitato per il controllo della gestione istituito all'interno del Consiglio di amministrazione. E' composto da amministratori in possesso di requisiti stabiliti dallo statuto. Almeno uno dei componenti deve essere scelto tra gli iscritti nel registro dei revisori contabili.</p> <p>Chi lo nomina: Consiglio di amministrazione</p>	<p>Revisore contabile o società di revisione.</p> <p>Per le società che non facciano ricorso al capitale di rischio e non siano tenute al bilancio consolidato, il controllo contabile può essere esercitato dal Collegio sindacale in cui tutti i membri devono essere revisori dei conti.</p> <p>Chi lo nomina: Assemblea dei soci</p>

Fonte: Artt. 2380-2409 *noviesdecies* D.Lgs 6/2003.

dell'azione sociale di responsabilità). Si tratta, pertanto, del modello di amministrazione che più realizza la separazione tra proprietà e potere (degli organi sociali). I soci, infatti, non nominano gli amministratori e non approvano il bilancio ma decidono sull'elezione del Consiglio di sorveglianza. Diversamente dagli altri modelli adottati in Europa, non è prevista la partecipazione nell'organo di sorveglianza né di rappresentanti delle minoranze né di soggetti non soci (lavoratori o creditori) se non per apposite clausole statutarie.

Tab. 7 IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NEI PAESI UE

Paesi	Modello di amministrazione	Coinvolgimento dei lavoratori negli organi di controllo	Sorveglianza separata e <i>leadership</i> manageriale
Austria	Unitario	Sì	Sì
Belgio	Unitario ma sono previsti altri tipi di modelli	No	Non è richiesta
Danimarca	Dualistico	Sì	Sì
Finlandia	Unitario ma sono previsti altri tipi di modelli	Gli statuti lo possono prevedere	Sì
Francia	Unitario ma sono previsti altri tipi di modelli	Gli statuti lo possono prevedere ed è conSigliato	Non è richiesta
Germania	Dualistico	Sì. Nelle compagini di maggiori dimensioni è previsto il coinvolgimento di rappresentanti dei lavoratori sino al 50%	Sì
Grecia	Unitario ma sono previsti altri tipi di modelli	No	Non è richiesta
Irlanda	Unitario	No	Non è richiesta
Lussemburgo	Unitario	Sì	Non è richiesta
Olanda	Dualistico. Nelle società che rispondono a determinati requisiti, i membri sono nominati dall'organo di supervisione indipendente tra i propri membri.	Consigliato	Sì
Portogallo	Unitario ma sono previsti altri tipi di modelli.	No	Non è richiesta
Spagna	Unitario	No	Non è richiesta
Svezia	Unitario	Sì	Sì
Regno Unito	Unitario	No	Non richiesta

Fonte: Commissione Europea (2002a).

Nel nuovo sistema, il modello monistico, di derivazione anglosassone²², attua un modello di *governance* semplificato e più flessibile rispetto agli altri schemi alternativi, in cui le funzioni di controllo sono affidate non a soggetti esterni all'amministrazione, bensì ad un Comitato per il controllo sulla gestione nominato dallo stesso consiglio di amministrazione al suo interno. Le principali differenze tra il modello tradizionale e quello monistico consistono nella impossibilità di quest'ultimo di affidare l'amministrazione ad un amministratore unico e nella eliminazione del collegio sindacale, le cui funzioni sono espletate dal Comitato per il controllo sulla gestione,

²²Nel sistema anglosassone, il consiglio di amministrazione (*board of directors*) ha come competenza principale non tanto la gestione della società, quanto piuttosto funzioni di sorveglianza sugli amministratori che esplicano funzioni esecutive (i cosiddetti *executives*). Il controllo sulla gestione viene esercitato da consiglieri non esecutivi, avvalendosi di un comitato interno (*audit committee*) cui spettano principalmente funzioni di monitoraggio sul sistema di controlli interni e di vigilanza dei revisori.

composto da amministratori che non svolgono funzioni gestionali e che devono essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci. Inoltre il Comitato deve avere almeno un componente scelto fra gli iscritti nel registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero della giustizia.

Nei sistemi di *governance* così delineati è dubbio che l'indipendenza degli organi di controllo interno possa essere pienamente assicurata: ciò è particolarmente vero nel sistema dualistico, quando si pensi che i soci nominano il Consiglio di sorveglianza e quest'ultimo nomina il Consiglio di gestione, onde i membri di quest'ultimo sono direttamente dipendenti dal primo. E lo stesso accade nel sistema monistico che prevede un Consiglio di amministrazione e un Comitato per il controllo di gestione costituito al suo interno. Occorrerebbe, quindi, fin d'ora assicurare alla nuova disciplina un sistema di controlli interni e di trasparenza esterna, al fine di assicurare la correttezza delle informazioni, che sono garanzia di legalità per l'opinione pubblica e per il mercato.

Il controllo contabile

In tutti e tre i sistemi appena esaminati il controllo²³ contabile è attribuito in via esclusiva ad un revisore esterno²⁴, sia persona fisica o società di revisione, iscritto nel registro istituito presso il Ministero della Giustizia²⁵.

Tab. 8 CONCENTRAZIONE DEL MERCATO DELLA REVISIONE CONTABILE (1)

	Fatturato			Numero incarichi legali		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Prima società	21,9	22,5	26,2	22,3	19,9	26,7
Prime due società	55,5	60,4	64,8	47,8	60,8	62,7
Prime tre società	90,4	91,8	93,0	88,3	90,1	92,3

Fonte: CONSOB (2002).

(1) Dati relativi alle società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob. Quote di mercato espresse in valore percentuale.

Il controllo contabile è obbligatoriamente esercitato da un revisore esterno (una società di revisione) nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, mentre per le altre Spa tale obbligo è subordinato alla compilazione di bilanci consolidati. La riforma estende significativamente il contenuto del controllo legale dei conti ed il coinvolgimento delle professioni contabili con il rischio di incidere negativamente sui costi sostenuti dall'impresa a fronte anche della forte

concentrazione del mercato della revisione contabile (Tab. 8). Tali oneri graveranno soprattutto sulle imprese di più piccole dimensioni che rischiano di dover fronteggiare le crescenti rendite di

²³ Per un'analisi dei controlli esterni previsti dal nuovo diritto societario in chiave economica si veda Messori, Cavallo e Marano (2002).

²⁴ Viene di fatto esteso a tutte le Spa quanto prima previsto solo per le società quotate. Il controllo contabile era prima svolto dal collegio sindacale.

²⁵ Il D.P.R. 136/1975 aveva per la prima volta introdotto l'obbligo del revisore contabile per le Spa e tale obbligo successivamente si è esteso ad altre categorie.

posizione dei professionisti contabili²⁶.

La tutela delle minoranze

In tema di tutela delle minoranze, rispetto alle disposizioni del Tuif, ove veniva potenziato il ruolo partecipativo in sede assembleare, il D.Lgs. 6/2003 accentua e rafforza il ruolo del recesso (*exit*)²⁷. Il disegno di legge delega, esplicitamente, prevedeva che la disciplina del recesso fosse rivista nel senso di consentire allo statuto di ampliarne le cause e di individuare criteri di determinazione del valore della partecipazione del recedente che contemperassero i suoi interessi e l'esigenza di tutelare l'integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori. In questa direzione le nuove disposizioni del decreto in esame ampliano ed individuano tre possibili gruppi di cause: quelle inderogabilmente previste dalla legge, quelle menzionate con norma dispositiva e che gli statuti potrebbero eliminare e, in ultimo, quelle che nelle società non quotate vengono elencate nel contratto sociale per sopperire alla mancanza di un effettivo mercato azionario. In questo ambito rientrano anche le disposizioni che prevedono la possibilità di recesso del socio di società soggetta ad attività di direzione e coordinamento per eventi riguardanti l'attività della società controllata.

La tutela delle minoranze, tuttavia, deve essere opportunamente bilanciata per evitare lo stallo decisionale. In questa direzione si muovono, allora, le disposizioni che ridimensionano la tutela dei soci, ossia l'esclusione dall'assemblea generale degli azionisti privi del diritto di voto sugli argomenti posti all'ordine del giorno (art. 2370, primo comma D.Lgs 6/2003). Inoltre, le norme relative ai *quorum* costitutivi e deliberativi dell'assemblea sono state rimaneggiate (e quelle dell'assemblea straordinaria anche con riguardo alle società con azioni quotate) alla luce di una duplice direttiva della legge delega: quella, da una parte, di favorire la formazione delle deliberazioni e quella, dall'altra, di apprestare adeguata tutela alle minoranze. I *quorum* ora previsti sono frutto della ricerca del giusto punto di equilibrio fra queste opposte esigenze. Inoltre al denuncia al tribunale è limitata sono relativamente alle irregolarità che possono arrecare danno alla società.

Trasparenza informativa

In tema di trasparenza informativa non vi sono nella recente riforma interventi specifici, quanto piuttosto la riformulazione della norma in tema di conflitto di interessi degli amministratori nelle Spa e la ridefinizione delle disciplina delle false comunicazioni sociali (falso in bilancio), prevista dalla parte penale della riforma (D.Lgs. 61/2002).

²⁶ Enriques (2003).

²⁷ Il rafforzamento del recesso (diritto di disinvestimento) riduce le possibili conflittualità e rafforza, quindi, la *corporate governance*.

Il conflitto d'interessi

Le nuove disposizioni rinnovano la disciplina del conflitto d'interessi, sia per le Spa che per le Srl. In particolare, per le Spa il D.Lgs 6/2003 ne disciplina due aspetti importanti: la trasparenza e la funzione risarcitoria. Per quel che riguarda il primo elemento, è imposto agli amministratori di dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale, di ogni interesse²⁸ che essi abbiano, anche per conto di terzi, in operazioni della società, anche se l'operazione fosse nell'interesse sociale, senza tuttavia alcun obbligo di astensione dall'attività. Gli amministratori delegati interessati, invece, devono astenersi dal compiere l'operazione, investendone tuttavia l'organo collegiale ed obbligando a motivare la deliberazione adottata nella situazione prevista dalla norma, al fine di impedire la paralisi dell'attività amministrativa.

Inoltre, è prevista la possibilità di impugnazione della deliberazione adottata in situazione di conflitto d'interessi non solo da parte degli amministratori assenti o dissenzienti, ma anche da parte di quelli consenzienti e dal collegio sindacale qualora non siano stati debitamente informati del conflitto. Sotto il profilo propriamente risarcitorio si prevede che il risarcimento integrale del danno sia dovuto, oltre che nei casi di violazione dei doveri di informazione o di astensione dal voto, anche nei casi in cui un amministratore abbia utilizzato a vantaggio proprio o di terzi, o abbia comunicato a terzi, dati, notizie, od opportunità di affari appresi nell'esercizio delle proprie funzioni.

Le false comunicazioni sociali

Le indicazioni contenute nella legge delega sulla falsa comunicazione sociale si discostano sensibilmente dalle raccomandazioni della commissione Mirone. La legge delega ha disposto, infatti, che la rilevanza penale degli illeciti sia subordinata al verificarsi di un danno economico consistente per i soci o per i creditori, la cui eventuale assenza prevede la sola contravvenzione dell'illecito²⁹. Seguendo questa impostazione il decreto legislativo limita il campo di applicazione delle sanzioni penali alle sole fattispecie più gravi³⁰ e prevede una diversa configurazione del reato, trasformandolo da reato di pericolo astratto in reato di danno. Questa impostazione modifica sostanzialmente la disciplina attualmente prevista, che, nel sanzionare il reato di falso in bilancio, non fa alcun riferimento all'eventualità che il fatto abbia causato un danno, configurando la fattispecie come reato di pericolo. La nuova disciplina introduce, poi, soglie

²⁸ Dunque non si richiede più l'esistenza del conflitto tra interessi contrapposti, è sufficiente l'esistenza di un interesse privato dell'amministratore.

²⁹ Tale previsione diverge sensibilmente dall'impostazione in tema di *disclosure* informativa adottata in sede comunitaria (cfr. riquadro successivo).

³⁰ La riforma riduce anche in maniera sensibile le pene, e prevede l'arresto fino a 18 mesi, la reclusione da 6 mesi a 3 anni o la reclusione da 1 a 4 anni, a seconda dei casi. Ciò determina anche effetti in termini procedurali (si riducono i tempi di prescrizione del reato) e sostanziali (sono previsti un maggior numero di casi di sospensione condizionale della pena).

quantitative sotto cui l'eventuale falsa comunicazione è reputata non "sensibile" e per cui ne è esclusa la punibilità³¹. Il decreto introduce due fattispecie di reato, quella di false comunicazioni sociali (per cui è prevista la sola contravvenzione) e quelle di false comunicazioni sociali in danno dei soci o dei creditori.

E' inoltre previsto un meccanismo di perseguibilità d'ufficio per le sole società quotate in mercati regolamentati italiani o dell'Unione Europea. Quel che sembra emergere sono due sistemi distinti per le società quotate e quelle non quotate, sia per quel che riguarda l'entità delle pene previste (maggiore per le quotate, ma solo in caso di danno) sia per quel che riguarda la procedibilità (procedibilità d'ufficio per le quotate, solo a fronte di denuncia per le non quotate).

La nuova disciplina della Srl

La riforma in materia di Srl, secondo quanto indicato dall'art. 3 della legge delega, si muove nella direzione di una integrale revisione di tale modello societario. Il decreto delegato delinea, infatti, un modello autonomo, svincolato dalla Spa³², e ad accentuata caratterizzazione personalistica.

La rinnovata disciplina in materia assume particolare importanza sia perché la Srl costituisce la forma elettiva per la PMI; sia perché rappresenta la forma di società di capitali dove è possibile innovare in modo più incisivo, data la minore articolazione degli interessi coinvolti. E', infatti, lasciato ampio spazio alla semplificazione normativa ed estesa notevolmente l'area riservata all'autonomia statutaria riducendo il complesso delle norme imperative, soluzione conforme a quella adottata dalla maggioranza dei paesi occidentali³³.

Il nuovo modello di Srl³⁴ si presenta particolarmente flessibile ed adeguato come forma organizzativa per qualsiasi attività d'impresa, sia individuale sia collettiva, che non faccia ricorso al pubblico risparmio. L'accentuazione della natura contrattuale dei rapporti sociali si riflette soprattutto in tema di *governance*, prevedendo che sia lo statuto societario a ripartire le competenze tra amministratori e soci.

³¹ Tale soglia è espressa in termini relativi senza che vi sia alcun riferimento a valori numerici assoluti.

³² La normativa precedente era caratterizzata da un ristretto nucleo di disposizioni con continui rinvii alla disciplina delle Spa. Nel nuovo testo normativo i richiami alla normativa delle Spa sono invece notevolmente ridotti.

³³ Anche nell'esperienza estera si conferma la tendenza a non imporre alle società "chiuse" al mercato la disciplina ed i vincoli per le società quotate. Questo il caso della *société par actions simplifiée* in Francia, la *limited liability company* statunitense e la *kleine Aktiengesellschaft* in Germania.

³⁴ Nel disegno di legge delega predisposto dalla Commissione Mirone, il modello della società a responsabilità limitata assume un ruolo di confine tra le società per azioni non "aperte" (o non ancora aperte) e le società di persone, tanto da essere definito, "società di persone a responsabilità limitata". Espressione efficace perché sottolinea l'elemento caratterizzante di tale tipo sociale, costituito dalla piena coincidenza tra proprietà e gestione dell'impresa sociale, dalla rilevanza centrale in essa del socio e dei rapporti contrattuali fra soci; e quindi dall'assegnazione di uno spazio di autonomia organizzativa interna molto ampio e tendenzialmente, forse, più prossimo al modello personalistico che a quello capitalistico (Associazione Disiano Preite, 2003).

Le regole del governo societario nell'Unione Europea ed il nuovo Piano d'azione

A livello comunitario sono diverse le iniziative intraprese in tema di diritto delle società. Il nuovo Piano d'azione¹ presentato di recente dalla Commissione europea si propone di offrire un ulteriore impulso al processo di armonizzazione in materia. Il documento contiene, infatti, una serie di proposte per modernizzare il quadro normativo europeo e rispondere alle esigenze di adeguamento agli standard internazionali. Gli obiettivi principali sono:

- il miglioramento della corporate governance;
- la definizione di un "decalogo" per innalzare la qualità dell'auditing (revisione contabile).

Tab. R1 IL PIANO D'AZIONE DELLA COMMISSIONE EUROPEA IN MATERIA DI GOVERNANCE SOCIETARIA

Breve termine (2003-2005)	
Descrizione dell'azione	Tipo di iniziativa consigliata
Accrescere i requisiti di trasparenza della <i>corporate governance</i> (ad esempio istituire responsabilità congiunta dei membri del CdA)	Direttiva che modifica legislazione comunitaria vigente
Creazione di un quadro legislativo idoneo a facilitare la comunicazione tra azionisti e agevolare i processi decisionali	Direttiva
Rafforzare il ruolo degli amministratori non esecutivi	Raccomandazione
Promuovere un regime appropriato di remunerazione degli amministratori	Raccomandazione
Confermare a livello di Unione Europea la responsabilità congiunta dei membri del CdA per i rendiconti finanziari	Direttiva che modifica legislazione comunitaria vigente
Creare un <i>forum</i> europeo per coordinare le iniziative degli stati membri	Iniziativa della Commissione
Medio termine (2006-2008)	
Descrizione dell'azione	Tipo di iniziativa consigliata
Accrescere la trasparenza degli investitori istituzionali relativamente ai progetti di investimento e alle politiche di voto	Direttiva
Scelta per tutte le società quotate tra i due tipi di schema del consiglio di amministrazione (monistico o dualistico)	Direttiva
Accrescere i poteri dei membri del CdA (diritti di investigazione)	Direttiva o Direttiva che modifica legislazione comunitaria vigente
Esaminare le conseguenze di un approccio volto a garantire piena democrazia degli azionisti (<i>one share/one vote</i>), almeno per le società quotate	Studio

Fonte: Commissione Europea (2003).

Già nei documenti dell'High Level Group of Company Law Experts² aveva trovato una compiuta formulazione la definizione delle linee guida per la riforma del diritto societario. Nel rapporto finale (diffuso nel novembre 2002) sono emersi quattro punti chiave che, in tema di corporate governance, rappresentano le priorità di intervento a livello comunitario: una migliore trasparenza informativa per gli azionisti e per i creditori, in particolar modo per quel che attiene le

¹ Commissione Europea (2003).

² Gruppo di esperti istituito nel settembre del 2001 dalla Commissione Europea con l'intento di avviare la discussione sull'ammmodernamento della normative societaria a livello di Unione. Al Gruppo fu assegnato un duplice mandato: rielaborare le indicazioni emerse nel Palamento europeo nel corso della negoziazione della tredicesima direttiva sul *take-over bids*; offrire alla Commissione raccomandazioni per la definizione di un contesto normativo europeo in materia societaria.

pratiche di governo societario; il rafforzamento dei diritti dei soci e delle minoranze, il rafforzamento dei doveri e l'accountability del consiglio di amministrazione, la stesura di un codice europeo di condotta o, in alternativa, un coordinamento tra le normative nazionali. E' inoltre emersa la necessità di ampliare la diffusione dell'informazione relativa, non solo alla struttura organizzativa, ma anche al funzionamento degli strumenti di governo della società al fine di attivare una sorta di yardstick competition tra le imprese operanti sul mercato tale da premiare quelle che esibiscono sistemi più efficienti di governance³.

In generale, come noto, la corporate governance individua il complesso degli strumenti mediante cui i finanziatori si assicurano ritorni sui fondi forniti all'impresa⁴; in particolare, la forza contrattuale dei grandi investitori (azionisti di maggioranza, banche), in grado di esercitare il controllo sull'operato del management aziendale, e un sistema legale di protezione degli investitori che impedisca a chi detiene il controllo di abusare della propria posizione⁵. La partecipazione al governo di impresa nelle modalità più appropriate rappresenta uno dei diritti fondamentali da garantire agli azionisti se si intende reperire capitali da una base ampia e stabile di investitori⁶.

In questo ambito, le indicazioni e gli orientamenti della Commissione riguardano prevalentemente le società aperte o quotate interessate, a livello internazionale, da una forte spinta verso l'omogeneizzazione della disciplina. Il Piano d'azione, riprendendo le indicazioni dell'High Group, riconosce tuttavia che lo statuto della Società Europea (SE)⁷ non risulta adeguato al sistema delle piccole medie imprese, e propone lo sviluppo dell'European private company come nuova forma legale per questo tipo di attività. A tal fine, la Commissione prevede l'avvio, nel breve termine, di uno studio di fattibilità per arrivare a delineare un quadro coerente di proposte per la redazione, qualora l'indagine ne rilevi la necessità, dello statuto dell'European private company che dovrebbe attribuire ampio spazio all'autonomia statutaria delle imprese caratterizzate da una ristretta compagine sociale. L'obiettivo di tale studio consiste nella valutazione degli eventuali costi e benefici connessi alla definizione dello stato legale della piccola e media impresa al fine di incentivare e facilitare la loro internazionalizzazione⁸.

In tema di trasparenza, il Piano d'Azione prevede che alle società quotate sia richiesto di presentare rapporti annuali mirati con descrizioni accurate degli elementi principali della governance societaria, i compiti e le attività dell'assemblea con chiara definizione delle competenze degli azionisti e le modalità di esercizio dei loro diritti. La costruzione di un contesto legislativo idoneo a consentire agli azionisti di esercitare i propri diritti (diritto di sottoporre quesiti, di votare in assenza, di partecipare all'assemblea generale mediante strumenti elettronici) è indicato come uno dei requisiti chiave per implementare una governance societaria adeguata. In particolare, le disposizioni normative e regolamentari relative alla partecipazione all'assemblea generale degli azionisti, così come le procedure per la delega del voto, divergono

³ La diffusione di informazioni da parte dell'imprenditore ha una duplice funzione, sia quella di fornire ex-ante agli investitori dati in base ai quali valutare l'ammontare, il timing e l'entità dei flussi finanziari attesi dalla società; sia quello di fornire ex-ante un rendiconto dell'utilizzo delle risorse aziendali a chi ha fornito i propri fondi, concorrendo a mitigare i costi d'agenzia e a favorire il controllo sull'operato dei managers.

⁴ Shleifer e Vishny (1997).

⁵ I due strumenti è necessario che siano tra loro in modo opportuno equilibrati e bilanciati al fine di impedire il verificarsi di stalli decisionali (deadlock), qualora il sistema attribuisca eccessive tutele agli investitori piccoli, o qualora si fondi su rapporti di forza a favore degli investitori "grandi", Belcredi (2000).

significativamente tra paesi dell'Unione e ciò pone dei limiti alla possibilità di investimenti cross-border. Allo stato attuale, inoltre, la disciplina non favorisce la partecipazione degli azionisti al momento assembleare (Tab. R2), e la capacità di voto è spesso subordinata ad alcune precondizioni (pacchetti azionari o registration requirements). Ciò suggerisce⁹ la necessità sia di favorire processi di informazione assembleare, per agevolare il coordinamento tra i soci, sia di incentivare il ricorso all'assemblea, prevedendo la possibilità di ricorrere al voto elettronico o alle deleghe di voto¹⁰.

In tema di Consiglio di amministrazione (CdA) è sottolineata la necessità di definire la responsabilità congiunta dei suoi membri sulle false dichiarazioni ed una normativa chiara per il conflitto d'interessi tale da consentire esclusivamente l'intervento del non-executive director o supervisory director (collegio sindacale) nelle questioni interessate. L'indipendenza dei membri del CdA è inoltre ritenuta di importanza prioritaria e si prevede che debba essere uniformata, sulla base di standard minimi europei, tra paesi membri. Il Piano d'azione invita anche ad una maggiore trasparenza delle remunerazioni dei managers e dei membri del CdA. A riguardo, seppur permangano significative divergenze (Tab. R3) si sta progressivamente affermando un regime trasparente.

La disclosure informativa costituisce certamente un importante strumento di tutela degli investitori dal rischio di affidare i propri fondi a gestioni inefficienti o ad amministratori incompetenti. Inoltre, la disponibilità a divulgare informazioni è un indicatore della attitudine dell'azienda ad essere "aperta" e, pertanto, soggetta al pubblico scrutinio. A seguito degli scandali statunitensi il tema della trasparenza finanziaria ha assunto un ruolo di primo piano. In generale, tutte le normative dei paesi membri prevedono l'obbligo della pubblicazione annuale dei rendiconti finanziari, e in molti casi, ha luogo anche una raccolta centralizzata di queste informazioni, spesso estremamente dettagliata (Tab. R4).

A livello comunitario, la Commissione ha promosso un approccio fondato su principi¹¹, atto a

⁶ Affinché ciò avvenga, è necessario: garantire (o favorire) la partecipazione al governo societario (diritto di voto nell'assemblea generale); garantire l'accesso alle informazioni (*disclosure*) sull'azienda, curandone le caratteristiche di adeguata voluminosità/dettaglio, accuratezza/trasparenza, periodicità e completa simmetria; assicurare la tutela delle minoranze nel contesto di assetti proprietari sbilanciati, vale a dire caratterizzati dalla presenza, a fianco dell'azionariato diffuso, di soci strategici con una forte influenza sulla vita di impresa, indipendentemente dalla quota detenuta; definire un sistema articolato di controlli, interni ed esterni, al fine di ridurre i costi di agenzia tra amministratori, azionisti di maggioranza, azionisti di minoranza e creditori. Le dinamiche di *governance* sono in questo ambito ricondotte alla relazione tra proprietà e *management*, prevalentemente in un'ottica di controllo. Tuttavia, una tale inquadratura teorica non appare adeguata nel caso di piccole medie imprese familiari in cui non vi è separazione tra proprietà e controllo, quanto, piuttosto, una forte commistione. In quest'ottica, pertanto, la relazione tra proprietà e *managers* non può ricondursi ad un "rapporto d'agenzia", quanto ad un rapporto all'interno di un contesto organizzato e influenzato da fattori di natura sociale. Appare, pertanto, più efficace la teoria della *stewardship* (Donaldson e Davis, 1991), secondo cui i *managers* sono motivati ad agire nell'interesse del proprietario, adottando comportamenti cooperativi. Ciò non implica necessariamente un allineamento di interessi tra proprietario-principale e *manager*-agente, quanto, piuttosto, una stretta relazione tra soddisfazione del secondo e successo del primo.

⁷ L'8 ottobre 2001 il Consiglio d'Europa ha approvato il regolamento relativo allo statuto della Società Europea, in vigore dall'8 ottobre 2004. La società europea rappresenta un tipo di società sovra-nazionale e trans-nazionale e gode di regole di base uniformi tra i paesi comunitari. Si tratta di un modello concepito per imprese con attività e capitali multinazionali nell'intento di far coincidere il più possibile l'area economica con l'area giuridica dell'impresa.

Tab. R2 CONDIZIONI PER LA CONVOCAZIONE DELL'ASSEMBLEA GENERALE
NELLE SOCIETA' PER AZIONI

Paesi	Numero di giorni minimo per la comunicazione della convocazione	Pacchetti azionari /registration requirements.	Caratteristica per richiedere la convocazione
Austria	14 giorni	Possibile/possibile	5% del capitale
Belgio	16 giorni	Si/si	20% del capitale
Danimarca	8 giorni	No/si	Ogni azionista
Finlandia	17 giorni	No/si	Ogni azionista
Francia	30 giorni	Si/si	Fino al 5% del capitale a seconda della dimensione della società.
Germania	28 giorni	No/si	5% delle azioni; 1 azione per la controproposta
Grecia	20 giorni	Si/si	5% delle azioni
Irlanda	21 giorni	No/no	10% del capitale (per convocare assemblea)
Italia	15 giorni	Si/si	10% del capitale (per convocare assemblea)
Lussemburgo	16 giorni	No/possibile	20% del capitale (per convocare assemblea)
Olanda	15 giorni	No/no	1% del capitale o 50 milioni di euro del valore di mercato
Portogallo	30 giorni	Si/no	5% del capitale
Spagna	15 giorni	No	5% del capitale (per convocare assemblea)
Svezia	28 giorni	No/si	Ogni azionista
Regno Unito	21 giorni	No/no	5% dei voti.

Fonte: Commissione Europea (2002a).

Tab. R3 INFORMAZIONI SUI COMPONENTI IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE (1)

Paesi	Informazione sulla principale posizione degli amministratori operativi	Informazioni sul compenso degli amministratori	Informazioni sulla durata in carica degli amministratori	Informazioni sull'età degli amministratori
Belgio	94%	71%	10%	40%
Francia	98%	63%	56%	72%
Germania	100%	96%	4%	11%
Italia	83%	88%	91%	5%
Olanda	95%	91%	92%	99%
Portogallo	100%	1%	40%	30%
Spagna	2%	41%	9%	1%
Svezia	100%	81%	91%	95%
Regno Unito	100%	100%	96%	100%
Media europea 2001	78%	68%	43%	48%
Media europea 2003	82%	70%	55%	50%

Fonte: Heidrick &Struggles (2003).

(1) percentuale dei rapporti e dei documenti diffusi dall'impresa quotata che contengono informazioni a riguardo.

riflettere la realtà economica e a fornire un quadro fedele e corretto della situazione finanziaria e dei risultati di una società. Questo approccio è finalizzato esplicitamente alla protezione degli interessi di lungo termine degli investitori e delle altre parti interessate, oltre a favorire una maggiore convergenza dell'informativa finanziaria tra paesi. A livello europeo, sono diverse le direttive¹² volte ad armonizzare documenti finanziari pubblicati dalle società di capitali al fine di renderli equivalenti e comparabili a livello internazionale. E' del maggio 2002 il regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che impone alle società quotate di uniformarsi, entro il 2005 ai principi contabili internazionali nella redazione dei bilanci consolidati (IAS, International Accounting Standard). Questa disposizione, si prevede, favorirà l'omologazione dei documenti contabili e finanziari e inciderà positivamente sull'integrazione dei mercati dei capitali in Europa. Accanto a questo è previsto l'avvio di meccanismi comunitari e nazionali di vigilanza e sanzione volti a garantire l'applicazione corretta e armonizzata degli IAS nell'UE, in collaborazione con il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAERVM).

In questo contesto, anche l'innalzamento della qualità della revisione contabile riveste un ruolo centrale nel piano d'azione della Commissione. A riguardo, è proposta la definizione di standard minimi comuni per il controllo della società di revisione e per i compiti e la nomina dei suoi componenti. E' previsto inoltre un nuovo quadro di principi per assicurare l'indipendenza dei revisori e la creazione di un comitato europeo regolatore della loro attività.

⁸ Lo studio prevede un'analisi ad ampio raggio (normativa, fiscale, sociale e politica) dei regimi relativi alle piccole e medie imprese nei 25 stati membri dell'Unione allargata.

⁹ Come esplicitamente riconosciuto nel documento dell' *High Level Group of Company Law Experts*.

¹⁰ Nel Piano d'Azione la Commissione considera obiettivo prioritario di breve periodo favorire ed agevolare la partecipazione degli azionisti all'assemblea.

¹¹ Commissione Europea (2002c).

¹² La quarta (78/660 del 25 luglio del 1978), la settima (83/349 del 13 giugno 1983) e l'ottava direttiva (84/253 del 10 aprile 1984) sono volte ad armonizzare le informazioni finanziarie pubblicate dalle società di capitali al fine di renderle equivalenti e comparabili e formano il sostrato del "codice europeo" in materia di contabilità.

Tab. R4 STRUMENTI PER LA RACCOLTA DELLE INFORMAZIONI SULLA SITUAZIONE FINANZIARIA

Paesi	Obblighi di contabilità generale, e consegna di rapporti finanziari	Pubblicità dei rapporti finanziari	Raccolta centralizzata delle informazioni	Raccolta di informazioni specifiche
Austria	E' prevista l'esenzione per alcune attività commerciali	Sì	Sì, i rapporti finanziari depositati presso il registro di commercio. Per le Spa di maggiori dimensioni è previsto l'obbligo di pubblicazione sul giornale ufficiale	Dati raccolti dall'associazione per la protezione dei diritti dei creditori, disponibili sulla pagina internet
Belgio	Sì	Sì	Sì	Raccolta informazioni presso il tribunale amministrativo relative alle imposte non pagate e ingiunzioni giudiziarie. Dati accessibili ai commercianti e al pubblico ministero, ma non ai creditori o a terzi
Danimarca	Sì	Sì		
Finlandia	Sì (sono previsti obblighi più stringenti per le S.r.l.)	Sì	Sì, rapporti finanziari depositati presso il registro di commercio. Il giornale ufficiale pubblica informazioni essenziali sulla situazione finanziaria delle società	
Francia	Sì	Sì	Sì	Sì. Presso il tribunale amministrativo vengono raccolte informazioni specifiche (su pegni, protesti e tasse) in particolari registri deputati a questo. Queste informazioni sono accessibili al pubblico e ai tribunali
Germania	Sì	Sì	Informazioni accessibili sia tramite la camera di commercio industriale sia mediante organizzazioni di controllo private	Sì
Grecia	Sì	Sì, per le <i>public company</i> e per le Srl	Informazioni sulle Srl accessibili tramite le diverse camere di commercio. Informazioni ottenibili anche mediante società private di controllo specializzate	Sì (includere le proprietà impegnate) Non è consentito l'accesso pubblico alle informazioni tributarie
Irlanda	Sì	Sì	Sì	Sì, non è consentito l'accesso pubblico alle informazioni tributarie
Italia	Sì	Sì	I rapporti finanziari raccolti presso la Camera di commercio, disponibili <i>on line</i>	Sì, linee di credito disponibili solo alle istituzioni finanziarie; accesso pubblico alle informazioni sulle ingiunzioni di pagamento e sulle procedure di sequestro
Lussemburgo	Sì, ma assenza di controlli	No	No	No
Olanda	Sì	Sì	No	No
Portogallo	Sì			
Spagna	Sì	Sì	Sì	Sì, sul Registro del commercio e registro delle proprietà.
Svezia	Sì	Sì	Sì	Sì, sul Registro del commercio; l'autorità <i>enforcement service</i> fornisce informazioni sui debiti non pagati allo stato. Queste informazioni sono accessibili al pubblico. E' prevista la pubblicazione ufficiale del fallimento.
Regno Unito	Sì	Sì. Vi è grande trasparenza e apertura sulle informazioni tale che chiunque può averne accesso	Parte delle informazioni contenute nel Registro del Commercio vengono pubblicizzate sulla gazzetta ufficiale	

Fonte: Commissione Europea (2002b).

Amministrazione e controllo nelle Srl

L'amministrazione ed il controllo nelle Srl sono interessati da cambiamenti radicali.

Ampia libertà statutaria viene lasciata ai soci per l'individuazione del modello organizzativo che può prevedere, nei casi di massima utilizzazione dell'autonomia, la fusione tra amministrazione ed assemblea dei soci. Un principio generale di piena autonomia è stato fissato per quel che attiene anche l'individuazione delle materie di competenza dei soci, la cui definizione, oltre a quelle inderogabili, spetta al contratto sociale. Al fine di plasmare il modello per essere più adeguato alle istanze reali della piccola media impresa, lo statuto può prevedere la possibilità di adottare delle decisioni sociali fuori dal contesto collegiale, consentendo che le delibere vengano assunte sia mediante consultazione scritta sia mediante consenso espresso per iscritto.

La legge delega prevedeva solamente l'obbligatorietà del controllo legale dei conti, demandando al legislatore la definizione dei limiti oltre i quali scatta tale vincolo. Il decreto delegato, confermando questa impostazione, circoscrive il controllo interno alla sola contabilità, prevedendo una diversa disciplina a seconda delle dimensioni della società, stabilendo l'obbligatorietà della nomina del collegio sindacale entro certi limiti³⁵. Viene, inoltre, eliminato il controllo del tribunale sulla regolarità della gestione.

Tab. 9 RIPARTIZIONE DELLE COMPETENZE TRA I SOCI E GLI AMMINISTRATORI NELLE SRL

Competenze inderogabili dei soci	<ul style="list-style-type: none">• Approvazione del bilancio e distribuzione utili.• Nomina degli amministratori (quando è previsto dall'atto costitutivo).• Nomina dei sindaci e del presidente del collegio sindacale o del revisore (nei casi previsti dall'art. 2477).• Modifiche dell'atto costitutivo.• Decisioni relative ad azioni che comportano una sostanziale modifica dell'oggetto sociale.
Competenze riservate esclusivamente agli amministratori	<ul style="list-style-type: none">• Relazione del progetto di bilancio e dei progetti di scissione o fusione.• Decisioni d'aumento del capitale ai sensi art. 2481

Fonte: Artt. 2475, 2479 D.Lgs. 6/2003.

La riforma ridisegna la disciplina del conflitto d'interessi ed elimina l'obbligo d'informazione (agli altri amministratori e al collegio sindacale) e di astensione dalla carica dell'amministratore nell'ipotesi di conflitto tra gli interessi della società e quelli personali dell'amministratore. Viene, tuttavia, inserito un sistema di impugnazione dei contratti conclusi e delle decisioni prese in presenza di conflitto d'interessi e, in relazione al carattere personalistico delle Srl, è previsto che ciascun socio possa promuovere l'azione di responsabilità contro gli amministratori e chiedere, nel caso di gravi irregolarità della gestione, che sia adottato un provvedimento cautelare di

³⁵ In particolare, quando il capitale sociale non è inferiore a quello minimo delle Spa o quando per due esercizi consecutivi siano superiori a dei limiti prestabiliti dall'art. 2435-bis, ossia totale attivo stato patrimoniale: 3.125.000 euro; ricavi di vendita e prestazione 6.500.000 euro; dipendenti mediamente occupati nell'esercizio 50 unità).

revoca degli amministratori³⁶.

L'attività di gestione viene, inoltre, disciplinata nell'ottica di maggiore informazione dei soci a cui viene riconosciuto sia il diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali, sia quello di consultare i documenti relativi all'amministrazione (dunque anche ai libri contabili). Scompare invece la possibilità di azione di responsabilità esercitata dai creditori (prevista per le Spa)³⁷.

Tab. 10 AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO NELLA NUOVA SRL

Organi di gestione	Controllo da parte dei soci	Controllo contabile interno	Controllo contabile esterno
<ul style="list-style-type: none"> • Amministratore unico. • Consiglio di amministrazione • Amministrazione disgiunta • Amministrazione congiunta 	<ul style="list-style-type: none"> • Notizie e controllo della documentazione • Azione di responsabilità di ciascun socio contro gli amministratori • Provvedimento cautelare di revoca degli amministratori in caso di gravi irregolarità 	<ul style="list-style-type: none"> • Obbligo di nomina del collegio sindacale quando il capitale sociale raggiunge certi livelli • Facoltativo gli altri casi 	Non obbligatorio

Fonte: Artt. 2475, 2476, 2477 D.Lgs. 6/2003.

La riforma prevede, con una norma di assoluta novità, che le Srl possano emettere e collocare titoli di debito presso investitori istituzionali senza limiti quantitativi definiti per legge, incentivando così il ricorso al pubblico risparmio (sebbene indiretto). La decisione in ordine all'emissione spetta ai soci e agli amministratori secondo quanto viene previsto dall'atto costitutivo. La vecchia Srl, come noto, non poteva in alcun modo sollecitare l'investimento, né per quel che riguarda il capitale di rischio, né per quel che riguarda il capitale di credito e questa norma rappresenta una novità di una portata rilevante in primo luogo perché, come si vedrà, consente alle Srl di recuperare parte dello svantaggio rispetto alla Spa connesso all'impossibilità di non emettere titoli di debito.

L'IMPATTO ECONOMICO DELLA RIFORMA

L'impatto economico delle riforma societaria. Una prima valutazione

La riforma si caratterizza, come visto, per una forte connotazione economica. Tuttavia, un'analisi dell'impatto delle nuove disposizioni manca, ovviamente, di un adeguato supporto nelle rilevanze empiriche, tenuto conto che la nuova disciplina entrerà in vigore nel gennaio del

³⁶ Inoltre, in caso di accoglimento della domanda è previsto che la società rimborsi agli attori le spese di giudizio e quelle sostenute per l'accertamento dei fatti.

³⁷ Questa disposizione pone problemi di coordinamento con la normativa fallimentare che attribuisce al curatore la legittimazione alla proposizione dell'azione di responsabilità, sociale e dei creditori, oggi non più applicabili alla società a responsabilità limitata (Associazione Diasiano Preite, 2003).

prossimo anno. Una prima valutazione può, intanto, essere condotta delimitando l'ambito dell'analisi e circoscrivendolo a due questioni principali:

- verificare se la riforma favorisca l'adozione da parte delle piccole medie imprese di forme societarie più "vicine" ai mercati e, in sostanza, concorre ad ampliarne la compagine sociale ed incentivarne il salto dimensionale
- verificare se la riforma disegni uno schema di incentivi tali da stimolare la quotazione delle imprese che ne abbiano le caratteristiche?

La Srl come "porta d'ingresso" per le piccole medie imprese?

Gran parte delle attività delle PMI è attualmente organizzata in forma di impresa individuale e di società di persone³⁸ che, pur consentendo forme organizzative più flessibili, non sono adeguate, al contrario di quanto avviene per le società di capitali, ad offrire una strumentazione idonea, sul piano della *governance* e dell'accesso ai finanziamenti, per sostenere un percorso di crescita e di apertura sui mercati. Negli intenti del legislatore, le nuove disposizioni dovrebbero orientare ed incentivare i progetti imprenditoriali (in particolare delle PMI) verso le forme societarie più evolute, in grado di agevolare l'accesso ai finanziamenti esterni ma, nel contempo, sufficientemente elastiche e non eccessivamente gravate da vincoli operativi e da oneri organizzativi. Gli indicatori ISAE sulla rigidità³⁹ dell'ambiente normativo per forma giuridica e per paese confermano questa esigenza.

La vecchia disciplina della Srl, fortemente schiacciata sulle Spa, costituiva per le PMI uno scoglio normativo eccessivamente elevato⁴⁰ per superare le barriere dell'accesso ai mercati finanziari, mentre la nuova Srl dovrebbe rappresentare, nelle intenzioni del legislatore, una sorta di "porta d'ingresso" dei piccoli imprenditori nell'arena delle società di capitali. Tuttavia, mentre la forte semplificazione delle procedure interne concorre a disegnare un modello, per alcuni aspetti, particolarmente attraente che riduce le rigidità dell'attuale sistema, la nuova disciplina sembra ancora carente nel predisporre una strumentazione adeguata per la risoluzione delle controversie tra i soci incoraggiando l'adozione di comportamenti opportunistici da parte delle minoranze. Di seguito riportiamo alcune considerazioni su questi due aspetti.

La nuova Srl è forgiata in modo tale da poter godere di un vantaggio competitivo rispetto alle società di persone, veste giuridica prevalente delle PMI del nostro Paese. Infatti, l'ampia

³⁸ Tuttavia, come illustrato nell'introduzione le PMI possono assumere anche la veste giuridica di società di capitali.

³⁹ Nel rapporto ISAE (2000) si verifica che l'ambiente normativo disincentivava il passaggio dalla Srl alla Spa, scoraggiando la crescita dimensionale delle imprese. Questa conclusione confermava la necessità di rivedere le regole che governano la costituzione della Spa ed il passaggio da Srl ad Spa.

⁴⁰ A riguardo Belcredi e Micossi (2001), verificano che la trasformazione dell'impresa da un modello societario all'altro è, in realtà, circostanza poco frequente e spesso connessa a variabili esterne all'impresa stessa (convenienza fiscale, ecc.).

autonomia statutaria che le viene riconosciuta concorre a definire una forma societaria particolarmente flessibile e non gravata da eccessivi vincoli organizzativi e oneri normativi. In particolare, rispetto alle Snc (società in nome collettivo)⁴¹ la nuova Srl guadagna la libertà di scegliere, al di fuori di rigide regole, la propria forma organizzativa, pur mantenendo l'indubbio vantaggio della responsabilità limitata (per le Snc, invece, il contrappeso all'estrema flessibilità e libertà organizzativa è costituito dalla responsabilità illimitata dei soci)⁴².

Il D.Lgs. 6/2003 semplifica non solo le regole che governano la costituzione (Tab.11) della Srl ma anche le norme che disciplinano la trasformazione da società di persone a Srl. In particolare, sebbene il capitale sociale minimo rimanga invariato, le nuove disposizioni allentano i vincoli in tema di formazione e conservazione del capitale prevedendo che esso possa essere conferito anche attraverso la prestazione da parte dei soci di opere o servizi a favore della società⁴³, dietro idonea garanzia bancaria, ed in generale attraverso ogni entità utile a cui sia possibile attribuire un valore patrimoniale definito.

Tab. 11 LA COSTITUZIONE DELLA SRL

	Prima della riforma	Dopo la riforma
Capitale sociale minimo	10.000 euro	10.000 euro
Termine per il deposito dell'atto costitutivo nel registro delle imprese	30 giorni	20 giorni
Versamento decimi	Misura minima 3/10	Misura minima 2,5/10. I decimi possono sostituirsi con la prestazione di una polizza assicurativa o di una fidejussione bancaria.
Conferimenti	In denaro, crediti e in natura	Qualsiasi elemento dell'attivo suscettibile di valutazione economica
Prestazioni d'opera e di servizi	Non possibile	Conferibili a fronte di una garanzia.

Fonte: Art. 2474, 2476 Codice Civile; Artt.2463, 2464, 2465 D.Lgs. 6/2003.

Le nuove regole in tema di trasformazione di società di persone in società di capitali concorrono anch'esse a semplificare notevolmente il contesto normativo di riferimento: è consentita, infatti, la decisione a maggioranza e la possibilità di procedere alla trasformazione anche in pendenza di procedura concorsuale, purché non vi siano incompatibilità con le finalità e lo stato della stessa.

Pertanto, nonostante i costi connessi agli obblighi di trasparenza (pubblicità del bilancio, controllo legale dei conti oltre una certa dimensione, un minimo di organizzazione corporativa), sia il beneficio della responsabilità limitata (e l'esonero dal rischio personale in caso di

⁴¹ Quanto detto, vale escludendo la differenza fondamentale nel trattamento fiscale tra le due vesti giuridiche.

⁴² Presti (2002).

⁴³ In particolare, l'art. 2464 del D.Lgs. 6/2003 prevede per le Srl la possibilità che "possano essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica".

fallimento)⁴⁴, sia la forte semplificazione della normativa, appaiono caratteristiche allettanti per le società a compagine sociale ristretta oltre alla nuova facoltà prevista per la Srl di finanziarsi con l'emissione di titoli di debito⁴⁵.

Il particolare rilievo della Srl nel nuovo sistema si coglie altresì dalla constatazione che tale forma giuridica appare adeguata ad assorbire non solo le "vecchie" Srl e parte delle società di persone ma, probabilmente, anche parte delle Spa che non intendano aprirsi al pubblico. Infatti, l'accresciuta flessibilità della disciplina potrebbe aumentare il costo-opportunità della scelta del tipo sociale più rigido, in un quadro in cui si rafforza sensibilmente l'*appeal* della Srl rispetto alla Spa (nonostante la perdita dell'esclusiva della Srl in materia di unipersonalità, allargata anche alla Spa), poiché viene significativamente ridotto lo svantaggio relativo ai mezzi di finanziamento. Pur vietando l'appello diretto al pubblico risparmio e l'emissione di azioni, come detto, alla Srl è concessa la facoltà di emettere e collocare titoli di debito presso investitori istituzionali soggetti a vigilanza. Il privilegio della Spa rimane solo nel senso che essa può collocare tali titoli presso il pubblico nei limiti del proprio patrimonio netto. In definitiva, la nuova disciplina consente di "mimare"⁴⁶ l'organizzazione delle società di persone e di socializzare quasi totalmente ciò che prima era confinato nel parasociale. A ciò si aggiunga, che la nuova Srl, non soggetta al vincolo comunitario in materia, esibisce rispetto alla Spa regole molto meno rigide per quel che attiene la formazione e la conservazione del capitale e l'ampia disegnabilità della conformazione delle quote.

Tuttavia, come detto, sono potenzialmente presenti costi connessi alla conflittualità tra i soci, i cui effetti potrebbero ripercuotersi negativamente sulla funzionalità dell'impresa. Infatti, se da una parte le nuove regole sulle Srl semplificano notevolmente le procedure interne, dall'altra vi sono norme che concorrono ad accrescere pericolosamente i costi⁴⁷ non arrivando a predisporre strumenti adeguati per la risoluzione delle controversie a cui, invece, dovrebbe concorrere il diritto societario. Al contrario, alcune disposizioni contribuiscono ad incentivare comportamenti opportunistici da parte delle minoranze i cui effetti, in termini di rischio di stallo decisionale, potrebbero riversarsi sulla funzionalità dell'impresa sociale. Tra queste norme rientrano la legittimazione dell'azione individuale di responsabilità verso gli amministratori, l'ampliamento delle cause legali inderogabili di recesso dei soci⁴⁸ e le competenze inderogabili

⁴⁴ Benché poi, di fatto, i creditori forti pretenderanno adeguate cautele supplementari.

⁴⁵ Stante la disciplina della Srl unipersonale il cumulo dei vantaggi è possibile anche prescindendo dall'esercizio collettivo dell'attività.

⁴⁶ Presti (2002).

⁴⁷ Enriques (2003), Presti (2002).

⁴⁸ A riguardo, si tenga presente che l'ampliamento delle cause di recesso è tale da arrivare a comprendere anche le operazioni che comportano una sostanziale modifica dell'oggetto della società o una modifica dei diritti attribuiti ai soci: si comprende che l'ambito di applicazione risulta estremamente generico e appare, comunque tale da aprire spazi per azioni pretestuose.

dell'assemblea generale dei soci⁴⁹ per le operazioni che comportano una sostanziale modifica dell'oggetto sociale. Tra i "contrappesi" all'elasticità della Srl rientrano, inoltre, le regole in tema di finanziamento dei soci che risultano estemamente penalizzanti: in particolare, la postergazione rispetto ai creditori è assicurata solo previa verifica che il prestito sia avvenuto quando la società si trovava già in disequilibrio finanziario.

Tab. 12 POSSIBILI CAUSE DI CONFLITTUALITA' TRA I SOCI NELLA NUOVA SRL

Finanziamenti dei soci	In caso di crisi della società la posizione del socio-finanziatore è postergata a quella del creditore solamente se il prestito è avvenuto quando la società si trovava già in disequilibrio finanziario (competenza spettante al giudice fallimentare)
Cause di recesso	Ampliate le cause di recesso previste dalla legge e autonomia statutaria in materia
Azione sociale di responsabilità	Ogni socio è legittimato all'azione di responsabilità verso gli amministratori
Operazioni di modifica dell'oggetto della società	Competenza dell'assemblea dei soci

Fonte: Artt. 2467, 2473, 2479 D.Lgs. 6/2003.

Gli "scalini" normativi

Tra gli intenti della riforma societaria vi è quello di ridurre lo "scalino" normativo tra società emittenti titoli non quotati sui mercati regolamentati e società quotate, con il chiaro proposito di ridurre il disincentivo alla quotazione rappresentato dall'eccessivo onere normativo gravante sulle società più aperte. Certamente, l'esistenza di una tale "discontinuità normativa" è giustificata dal fatto che le società che fanno ricorso al pubblico risparmio su mercati regolamentati necessitano di livelli di tutela più elevati e, quindi, estendere completamente tali vincoli alle società non quotate significherebbe sottoporle ingiustamente ad oneri e costi gestionali. Piuttosto, il contesto normativo dovrebbe disegnare uno schema di incentivi tali da indirizzare, come detto, le attività imprenditoriali verso le forma societarie più evolute, ossia le imprese potenzialmente adatte dovrebbero essere stimolate a reperire capitali su mercati regolamentati⁵⁰. La rimodulazione dello scalino dovrebbe, in sintesi, aumentare il peso delle società quotate, senza imporre il ricorso forzato ai mercati di borsa; quel che ci aspetterebbe è, allora, una Spa quotata molto vicino a quella aperta (ma non quotata): ossia, l'assoggettamento di quest'ultima a regole di trasparenza e a vincoli normativi a tutela delle minoranze (Cfr. Tab. 3) dovrebbe ridimensionare il costo-opportunità della quotazione e dell'apertura della compagine sociale. Quel che tuttavia emerge da un confronto delle nuove disposizioni introdotte dal D.Lgs. 6/2003 è che l'intento di ridurre il *gap* normativo tra società quotate e non, non sembra essere

⁴⁹ A riguardo Presti (2002) parla di "pillole avvelenate" che possono sconsigliare l'uso concreto della Srl.

⁵⁰ Messori (2002), Montalenti (2000).

pienamente realizzato⁵¹.

Parte delle norme relative alle società quotate si riferiscono al Tuif e ad altre leggi speciali nonché a disposizioni previste nel regolamento delle società di gestione del mercato regolamentato⁵², evidenziando, comunque, una forte frammentazione della disciplina e le conseguenti difficoltà di coordinamento. Un confronto tra alcune delle disposizioni per Spa quotate e non quotate è illustrato nella tabella 13. Ciò che rileva è il permanere di un'asimmetria

Tab. 13 SCALINO NORMATIVO TRA SPA QUOTATA ED SPA APERTA MA NON QUOTATA

	Spa non quotate	Spa quotate
Emissione di obbligazioni	Limiti all'emissione di obbligazioni	Inapplicabilità limiti all'emissione di obbligazioni
Relazione semestrale	Non è prevista relazione semestrale	Obbligo delle redazioni della relazione semestrale
Obblighi informativi	Obbligo del deposito annuale dell'elenco dei soci nel registro delle imprese	Obbligo di comunicazione di partecipazioni rilevanti alla CONSOB ed esenzione dall'obbligo del deposito annuale dell'elenco dei soci nel registro delle imprese
Valorizzazione delle azioni in caso di recesso	Il valore delle azioni, in caso dell'esercizio del diritto di recesso, è determinato dagli amministratori sentito il parere del collegio sindacale e del revisore.	Il valore delle azioni in caso dell'esercizio del diritto di recesso è fissato per legge.
Diritto di opzione	Non previsto	Lo statuto può escludere, a certe condizioni, il diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente.
Diritto di recesso in caso inizio attività di direzione coordinamento	Possibile	Non è possibile
Conflitto d'interesse		Obbligo degli amministratori di riferire tempestivamente e, comunque, almeno ogni trimestre, al collegio sindacale sulle situazioni in potenziale conflitto d'interesse.
Organo di controllo interno	Tale previsione manca per le società non quotate	Almeno un sindaco (o due se il collegio è composto da quattro o più membri) deve essere espressione della minoranza.
Sanzioni per falsa comunicazione sociale in danno dei soci o dei creditori	Reclusione da sei mesi ad 1 anno solo in caso di danno	Reclusione da 1 a quattro anni solo in caso di danno
Procedibilità in caso falsa comunicazione	Querela da parte di chi ha interessi offesi	Procedibilità d'ufficio

Fonte: Artt. 2412, 2428, 2435, 2437 *ter*, 2441, 2497 *quater*, D.Lgs. 6/2003; Art. 120 Tuif; Art. 2622 D.Lgs. 61/2002.

normativa, in particolare relativa agli obblighi connessi all'informativa societaria⁵³, tale da poter disincentivare la quotazione anche per quelle società che, in ragione dell'effettivo ricorso al mercato del capitale di rischio sono sottoposte ad un grado di imperatività delle norme maggiore rispetto alle Spa di base⁵⁴. Infine, oltre agli obblighi di trasparenza e *disclosure* previsti per le quotate, un disincentivo ulteriore potrebbe derivare dalle diverse previsioni del D.Lgs. n. 61/2002, estremamente più punitive e onerose per le società quotate, in particolare, la mancanza di un potere deterrente delle sanzioni rischia di condizionare negativamente l'attivazione di un circuito di mercato più aperto.

⁵¹ Presti (2003).

⁵² In particolare, nella parte IV del Tuif, tutto il Titolo III e gran parte del Titolo II (in cui viene disciplinata l'OPA)

⁵³ Soprattutto relativamente agli obblighi di *disclosure* informativa, in materia di OPA e disciplina penale.

⁵⁴ Presti (2003).

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Il D.Lgs. 6/2003 si caratterizza per una forte connotazione economica, come esplicitato dalle indicazioni della legge delega. Oltre a ciò, la riforma si propone di semplificare l'ambiente normativo in cui gli eccessivi oneri amministrativi e regolamentari che gravano sull'attività delle imprese concorrono a scoraggiare il passaggio a forme societarie più aperte ai mercati e a disincentivare la crescita dimensionale. Sotto questo aspetto, le disposizioni contenute nel D.Lgs. 6/2003, come illustrato, si muovono nella direzione di offrire un quadro di regole decisamente meno rigide (semplificando notevolmente la fase di costituzione, di organizzazione e di trasformazione della Srl e della Spa), e di concedere, all'interno della cornice normativa, ampi spazi all'autonomia statutaria delle singole imprese.

Alla luce di questa rilevanza, nel capitolo l'analisi del potenziale impatto economico della riforma delle società di capitali, si è circoscritta alla valutazione degli incentivi che le nuove disposizioni potrebbero rappresentare per le PMI ad adottare forme giuridiche più vicine ai mercati e sull'incentivo alla quotazione per le Spa che ne abbiano le potenzialità. A riguardo, sebbene non sono ancora disponibili rilevanze empiriche sull'incidenza delle nuove norme, emergono, tuttavia, una serie di prime considerazioni.

Gran parte delle attività delle PMI è attualmente organizzata in forma d'impresa individuale e di società di persone che, pur consentendo forme organizzative più flessibili e adatte ad una compagine sociale ristretta, non sono adeguate, sul piano della *governance* e dell'accesso ai finanziamenti, a sostenere un percorso di crescita e d'apertura sui mercati. Negli intenti del legislatore, le nuove disposizioni dovrebbero orientare i progetti imprenditoriali verso le forme societarie più evolute, in grado di ampliare la compagine sociale, agevolare l'accesso a fonti esterne di finanziamento e, conseguentemente, ridurre i margini di autofinanziamento delle imprese. A riguardo, la nuova Srl, non gravata da eccessivi vincoli operativi e oneri organizzativi, appare tale da poter godere di un vantaggio competitivo rispetto alle società di persone, veste giuridica elettiva delle PMI. In particolare, la vecchia disciplina della Srl comportava, per le PMI, un onere normativo eccessivamente stringente per superare le barriere dell'accesso ai mercati finanziari, mentre la nuova Srl potrebbe costituire una sorta di "porta d'ingresso" dei piccoli imprenditori nell'arena delle società di capitali. Tuttavia, se da una parte le nuove regole sulle Srl semplificano notevolmente le procedure interne, dall'altra vi sono norme che potrebbero contribuire ad incentivare comportamenti opportunistici da parte delle minoranze i cui effetti, in termini di rischio di stallo decisionale, rischiano di compromettere la funzionalità dell'impresa sociale.

Inoltre, dal lavoro emerge che la Srl, come delineata dal D.Lgs. 6/2003, appare adeguata ad assorbire non solo le vecchie Srl e parte delle società di persone ma, probabilmente, anche parte delle Spa di base che non intendano aprirsi al pubblico. Infatti, non solo è concesso alla Srl di emettere e collocare titoli di debito presso investitori istituzionali soggetti a vigilanza - riducendo parte dello svantaggio relativo ai mezzi di finanziamento - ma, l'accresciuta flessibilità

della disciplina, potrebbe aumentare decisamente il costo-opportunità della scelta del tipo sociale più rigido, scoraggiando il passaggio dalla Srl alla Spa. Si comprende che una tale evenienza, vincolando la base sociale dell'impresa, rischierebbe di contribuire a limitarne la crescita dimensionale.

Inoltre, la riforma sembra non concorrere a costruire uno schema adeguato di incentivi per la quotazione delle imprese che ne abbiano le caratteristiche. In particolare, l'accesso al mercato regolamentato come fonte alternativa di risorse, comporta il rispetto di *standard* elevati di qualità informativa e di tutela dell'investitore esterno tali da poter costituire un onere eccessivamente gravoso per l'impresa (già aperta) che voglia ampliare la propria compagine sociale ricorrendo ai mercati borsistici; e tale vincolo potrebbe risultare particolarmente stringente nel caso di emittenti piccole e medie, comunque "senza storia", con una credibilità esterna da costruire a fronte di un grande sforzo di trasparenza informativa. A ciò si aggiunga che la mancanza di un potere deterrente delle sanzioni⁵⁵ in materia di corretta informativa societaria, come delineato dalla parte penale della riforma, rischia di condizionare negativamente l'aspettativa di attivare un circuito di mercato più aperto: non solo perchè le società quotate presentano livelli sanzionatori maggiori rispetto alle società aperte (ma non quotate), ma soprattutto perchè la prospettiva di una ampia depenalizzazione in materia non appare coerente con un ruolo crescente del mercato e, quindi, con la ricerca della fiducia degli investitori finanziari.

⁵⁵ Foffani e Vella (2002).