

**DIMENSIONE D'IMPRESA, REGOLE E VINCOLI:
UN'ANALISI ECONOMICA DELLA RIFORMA DEL DIRITTO
SOCIETARIO**

LUISA SCIANDRA

Isae, Istituto di Studi e Analisi Economica

DIRITTI, REGOLE, MERCATO
Economia pubblica ed analisi economica del diritto

XV Conferenza SIEP - Pavia, Università, 3 - 4 ottobre 2003

pubblicazione internet realizzata con contributo della



società italiana di economia pubblica

dipartimento di economia pubblica e territoriale – università di Pavia

1. Introduzione

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 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 non². La riforma si propone, inoltre, di accrescere l'affidabilità dell'ambiente normativo³ e, contestualmente, di concorrere a semplificarlo, ampliando significativamente l'ambito dell'autonomia statutaria riconosciuta all'impresa. Come noto, la complicazione amministrativa e di regolamentazione del nostro ordinamento (Tab. 1)⁴ costituisce un vincolo all'allargamento dimensionale delle piccole e medie imprese (PMI) e, in tale contesto, essa concorre a scoraggiare il passaggio da una forma giuridica "chiusa" (al mercato dei capitali) ad una "aperta" (in particolare da Srl a Spa).

Una precedente versione del presente lavoro è apparsa nel Rapporto ISAE del giugno 2003. Desidero ringraziare Efsio Espa e Daniela Marchesi per il supporto e la collaborazione forniti nello svolgimento della ricerca.

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 L'art. 2 della legge delega 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.

³ 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, permettano agli investitori di appropriarsi dei profitti dell'attività economica. Il principio di estrema semplificazione caratterizza anche la parte di procedura della riforma come delineata da D. Lgs. 5/2003 che, tuttavia, non viene trattata in questo lavoro.

⁴ 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 Pubbliche Amministrazioni, 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.

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).

Le PMI che caratterizzano il sistema produttivo del nostro paese, sono prevalentemente società “chiuse”, con forte dipendenza dai margini di autofinanziamento e dove l'interesse pubblicistico 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 innovativi⁵.

Tab. 2 Imprese ripartite per forma giuridica e classe di addetti

Forma giuridica	Classe di addetti					
	1-9	10-19	20-99	100-499	500 e oltre	Totale
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	2550	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).

⁵ 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 piramidale. 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, Bianco e Enriques (1997).

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 addetti. 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 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 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.

⁶ 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'impresa (Berle e Means, 1932; Jensen e Meckling, 1976), va tuttavia oltre l'analisi dei conflitti interni ad essa e approfondisce la relazione con la finanza ed il diritto. 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 empirica (LLSV, 1998), 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*. 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 nella *common law*, 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 più elevato dove i sistemi giudiziari sono di origine francese rispetto a quelli dove prevale il diritto comune. 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 quotate, attestando questa relazione sia per le economie più ricche La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), sia per le economie del sud-est asiatico Claessens, Djankov e Lang (1999). Per una rassegna di questa letteratura si rimanda a ISAE (2003), Pagano e Volpin (2001), LLSV (1999).

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), Montalenti (2000).

⁸ Associazione Disiano Preite (2003).

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 lavoro, è condotta l'analisi della riforma. L'attenzione viene circoscritta a due principali questioni connesse alla ridefinizione della disciplina delle Società a responsabilità limitata (Srl) e della società per azioni (Spa), 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 consenta 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 possiedano le caratteristiche.

Il lavoro 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.

2 La riforma del diritto societario in Italia⁹

2.1 Il Testo unico della finanza, alcune considerazioni

I due decreti legislativi approvati dal Governo nel gennaio di quest'anno completano la riforma delle società di capitali, avviata nel 1998 con l'emanazione del Tuif per la parte concernente la disciplina delle società quotate su mercati organizzati. Il Tuif era, tra l'altro, dichiaratamente, solo il primo passo di una complessiva rivisitazione del diritto societario. La "riforma Draghi" si è mossa nel senso di profondi cambiamenti in tema di norme di diritto societario applicabili alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati e di offerta pubblica di acquisto (OPA)¹⁰. In particolare, il Tuif ha comportato la definizione di mezzi adeguati per la tutela delle minoranze, un sistema di controlli interno maggiormente efficace e, in ultimo, una maggiore trasparenza in tema di informativa societaria. La protezione delle 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

⁹ A seguito dell'emanazione del Tuif, il compito di predisporre un disegno organico di legge delega per la riforma del diritto societario è stato affidato ad una commissione, istituita con il D. M. 24 luglio 1998 presso il Ministero di Grazia Giustizia, e presieduta dal prof. Antonino Mirone. Nel febbraio del 2000 la Commissione ha concluso i propri lavori consegnando il testo dello schema di disegno di legge delega. L'articolato del disegno di legge proposto 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. In relazione alle società cooperative il progetto Mirone è orientato sia a dotare tali imprese 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 propone una disciplina volta a favorire la trasparenza dei rapporti intragruppo, mentre in materia di diritto penale l'impostazione del progetto prevede che il legislatore delegato debba attenersi a principi di carattere generale, quali: determinatezza e precisione, sussidiarietà dell'intervento penalistico, offensività. La parte civilistica della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366 riprende l'originario progetto elaborato dalla Commissione Mirone, 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". La delega in materia penale è stata esercitata con il D.Lgs 61/2002, mentre parte dei principi in materia delle regole processuali, mantenuti nell'art. 12 della legge delega, sono alla base del D.Lgs, n. 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) deputata ad elaborare i due decreti delegati della parte non penale della riforma. La Commissione ha concluso i suoi lavori nel settembre 2002 e nel gennaio 2003 il Parlamento ha licenziato i decreti legislativi 5/2003 e 6/2003.

¹⁰ Per una trattazione dettagliata si veda, tra gli altri, Enriques (2002), Confindustria (2002), Bianchi e Enriques (2001).

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 società¹¹. 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.

2. 2 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 capitali¹². 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". Tale sistema "modulare" 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;

¹¹ 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.

¹² 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.

- una Spa quotata.

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 optato, invece, per una graduazione di modelli sufficientemente elastici, 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.

2.2.1 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. Tale impostazione amplia gli spazi attribuiti all'autonomia statutaria¹³ delle Spa a cui è concesso di scegliere, entro la cornice normativa, la propria struttura organizzativa (sistema monistico, dualistico o tradizionale¹⁴), e le regole di *governance*.

Tab. 3 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

¹³ Fin tanto che non si presentino esigenze di tutela del mercato e dei risparmiatori, sembra opportuno consentire ampio margine all'autonomia statutarie e alla dialettica tra i soci.

¹⁴ Per una trattazione approfondita si veda più avanti.

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 costitutivo¹⁵ (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.

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 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 diversificati schemi 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.

2.2.2 I modelli organizzativi delle Spa.

Un'innovazione di importanza notevole, introdotta dal D. Lgs. 5/2003 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

¹⁵ 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.

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

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. 4).

Nei sistemi di *governance* così delineati²¹ 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.

In tutti e tre i sistemi il controllo²² contabile è attribuito in via esclusiva ad un revisore esterno²³, sia persona fisica o società di revisione, iscritto nel registro istituito presso il Ministero della giustizia²⁴. 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. Tali oneri graveranno soprattutto sulle imprese di più piccole dimensioni che rischiano di dover fronteggiare le crescenti rendite di posizione dei professionisti contabili²⁵.

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 Per una descrizione dettagliata dei vari modelli si rimanda ad ISAE (2003).

²² Per un'analisi dei controlli esterni previsti dal nuovo diritto societario in chiave economica si veda Messori, Cavallo e Marano (2002).

²³ 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.

²⁴ 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

²⁵ Enriques (2003).

Tab. 4 I nuovi modelli di governance per le Spa.

	<i>AMMINISTRAZIONE</i>	<i>CONTROLLO DI LEGITTIMITA'</i>	<i>CONTROLLO CONTABILE</i>
Il sistema tradizionale	<p>Consiglio di amministrazione o amministratore unico.</p> <p><u>Chi lo nomina:</u> 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><u>Chi lo nomina</u> Assemblea dei soci.</p>	<p>Revisore contabile (persona fisica o società di revisione) iscritto nel registro istituito presso il Ministero delle giustizia.</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><u>Chi lo nomina</u> 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><u>Chi lo nomina</u> Consiglio di sorveglianza, previa determinazione del loro numero nei limiti stabiliti dallo statuto.</p>	<p>Consiglio di Sorveglianza.</p> <p><u>Chi lo nomina</u> 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><u>Chi lo nomina:</u> Assemblea dei soci</p>
Sistema "monistico"	<p>Consiglio di amministrazione.</p> <p><u>Chi lo nomina:</u> 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><u>Chi lo nomina:</u> 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><u>Chi lo nomina:</u> Assemblea dei soci</p>

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

2.2.3 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*). 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 al 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 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.

2.2.4 Trasparenza informativa: il conflitto d'interessi e le false comunicazioni sociali

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 della disciplina delle false comunicazioni sociali (falso in bilancio), prevista dalla parte penale della riforma (D.Lgs. 61/2002).

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 interesse²⁶ 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 indicazioni contenute nella legge delega sulla falsa comunicazione sociale si discostano sensibilmente dalle raccomandazioni della Commissione Mirone. La legge delega ha, infatti, disposto 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'illecito²⁷. Seguendo questa impostazione il decreto legislativo limita il campo di applicazione delle sanzioni penali alle sole fattispecie più gravi²⁸ e prevede una diversa configurazione del reato, trasformandolo da reato di pericolo astratto in reato di danno²⁹. La nuova disciplina introduce, poi, soglie quantitative sotto cui l'eventuale falsa comunicazione è reputata non "sensibile" e per cui ne è esclusa la punibilità³⁰. 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

²⁶ Dunque non si richiede più l'esistenza del conflitto tra interessi contrapposti, è sufficiente l'esistenza di un interesse privato dell'amministratore.

²⁷ Tale previsione diverge sensibilmente dall'impostazione in tema di *disclosure* informativa adottata in sede comunitaria (a riguardo si rimanda a ISAE, 2003).

²⁸ 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).

²⁹ 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.

³⁰ Tale soglia è espressa in termini relativi senza che vi sia alcun riferimento a valori numerici assoluti.

(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)

2.2.5 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 Spa³¹, 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 occidentali³².

Il nuovo modello di Srl³³ 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 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.

³² Anche nell'esperienza estera si conferma la tendenza a non imporre anche alle società "chiuse" al mercato la disciplina ed i vincoli delle società previsti 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.

³³ 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, quasi "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).

2.2.6 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, nel caso 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 limiti³⁴. Viene, inoltre, eliminato il controllo del tribunale sulla regolarità della gestione.

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 revoca degli amministratori³⁵.

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

³⁴ 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.

³⁵ 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.

possibilità di azione di responsabilità esercitata dai creditori (prevista invece per le Spa).³⁶

Tab. 5 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.

3. L'impatto economico della riforma. 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 prossimo anno. Una prima valutazione può, intanto, essere condotta delimitando l'ambito dell'analisi e circoscrivendolo a due quesiti principali:

- verificare se la riforma favorisca l'adozione da parte delle piccole medie imprese di forme societarie più "vicine" ai mercati e, in sostanza, concorra ad ampliarne la compagine sociale ed incentivarne il salto dimensionale.

³⁶ 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).

- Verificare se la riforma disegni uno schema di incentivi tali da stimolare la quotazione delle imprese che ne abbiano le caratteristiche.

3.1 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 persone³⁷ 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 rigidità³⁸ 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 scalino normativo eccessivamente elevato³⁹ 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 autonomia statutaria che le viene riconosciuta concorre a definire una forma societaria particolarmente flessibile e non gravata da eccessivi vincoli

³⁷ Tuttavia, come illustrato nell’introduzione, le PMI possono assumere anche la veste giuridica di società di capitali.

³⁸ Come accennato nell’introduzione, 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.

³⁹ 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.).

organizzativi e oneri normativi. In particolare, rispetto alle Snc (società in nome collettivo)⁴⁰ 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)⁴¹.

Tab. 6 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 fideiussione 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.

Il D. Lgs. 6/2003 semplifica non solo le regole che governano la costituzione (Tab.6) 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 società⁴², dietro idonea garanzia bancaria, ed in generale attraverso ogni entità utile a cui sia possibile attribuire un valore patrimoniale definito.

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 fallimento)⁴³, sia la forte semplificazione della disciplina,

⁴⁰ Quanto detto, vale escludendo la differenza fondamentale nel trattamento fiscale tra le due vesti giuridiche.

⁴¹ Presti (2002).

⁴² In particolare, l'art. 2464 del D. Lgs. 6/2003 prevede per le Srl la possibilità «possano essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica».

⁴³ Benché poi, di fatto, i creditori forti pretenderanno adeguate cautele supplementari.

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 debito⁴⁴.

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”⁴⁵ 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 possono 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 costi⁴⁶ 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 soci⁴⁷ e le

⁴⁴ Stante la disciplina della Srl unipersonale il cumulo dei vantaggi è possibile anche prescindendo dall'esercizio collettivo dell'attività.

⁴⁵ Presti (2002).

⁴⁶ Enriques (2003), Presti (2002).

⁴⁷ 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.

competenze inderogabili dell'assemblea generale dei soci⁴⁸ 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. 7 Possibili cause di conflittualità 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.

3.2 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 regolamentati⁴⁹. 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 dovrebbe ridimensionare il costo-opportunità della quotazione e dell'apertura della compagine sociale. Quel che tuttavia emerge da un confronto delle nuove disposizioni

⁴⁸ A riguardo Presti (2002) parla di “pillole avvelenate” che possono sconsigliare l'uso concreto della Srl.

⁴⁹ Messori (2002), Montalenti (2000).

introdotte dal D.Lgs. 6/2003 è che l'intento di ridurre il *gap* normativo tra società quotate e non, non sembra essere pienamente realizzato⁵⁰.

Tab. 8 Scalino normativo tra Spa quotata ed Spa a 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 della redazione 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 di inizio attività di direzione e coordinamento	Possibile	Non 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 di falsa comunicazione sociale	Querela da parte di chi ha interessi offesi	Procedibilità d'ufficio

Fonte: Artt. 2414, 2428, 2435, 2437 *ter*, 2441, 2497 *quater*, D.Lgs. 6/2003 ; Artt. 2622 D. Lgs. 61/2002.

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 regolamentato⁵¹, evidenziando, comunque, una forte frammentazione della disciplina e le conseguenti difficoltà di coordinamento. Un confronto tra le norme stabilite dal codice civile per le società quotate sono riassunte nella tabella 8. Ciò che rileva è il permanere di un'asimmetria normativa, in particolare relativa agli obblighi

⁵⁰ Presti (2003).

⁵¹ In particolare, nella parte IV del Tuif, tutto il Titolo III e gran parte del Titolo II (in cui viene disciplinata l'OPA)

connessi all'informativa societaria⁵², 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 base⁵³. Infine, oltre agli obblighi di trasparenza e *disclosure* previsti per le quotate, un disincentivo ulteriore potrebbe derivare dalle diverse previsioni della parte penale della riforma (il D.Lgs. 61/2002), estremamente più punitive e onerose per le società quotate rispetto a quelle aperte, in particolare, la mancanza di un potere deterrente delle sanzioni rischia di condizionare negativamente l'attivazione di un circuito di mercato più aperto.

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 lavoro 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 rilevante 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,

⁵² Il prospetto di quotazione, gli obblighi di comunicazione al pubblico, gli obblighi di informazione contabile, obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti

⁵³ Presti (2003).

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, potrebbero 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, per quel che riguarda l'incentivo alla quotazione per le Spa, si evidenzia che l'accesso al mercato come fonte alternativa di risorse, comporta il rispetto di *standard* elevati di qualità informativa e di tutela dell'investitore esterno tali da poter rappresentare un onere eccessivamente gravoso per l'impresa che voglia ampliare la propria compagine sociale ricorrendo ai mercati regolamentati; e, si comprende, tale vincolo è particolarmente stringente nel caso di emittenti piccole e medie, comunque "senza storia", con una credibilità da costruire a fronte di un grande sforzo di trasparenza informativa. A già si aggiunga che la mancanza di un potere deterrente delle sanzioni⁵⁴, come delineate dalla parte penale della riforma, rischia di condizionare negativamente l'aspettativa di attivare un circuito di mercato più aperto. Infatti, la prospettiva di una ampia depenalizzazione e di livelli sanzionatori più bassi in materia di corretta e completa informativa societaria non appare coerente con l'aspettativa di un ruolo crescente del mercato e, quindi, con ricerca della fiducia di investitori finanziari.

⁵⁴ Foffani e Vella (2002).

Riferimento bibliografici

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE

2003 "Il nuovo diritto delle società", Il Mulino, Bologna.

BANCA D'ITALIA

2003 "La riforma del diritto societario", *Osservatorio legislativo*, N.1, marzo.

BELCREDI, M.

2000 "La *corporate governance* nelle società non quotate" *Mercato, concorrenza, regole*, n. 2

BELCREDI M., M. MICOSI

2001 "Diritto societario, *corporate governance* e autodisciplina: il dibattito in Italia", in *Economia Italiana*, n.1

BERLE A., G. MEANS

1932 *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.

BIANCHI M., L. ENRIQUES

2001 "Corporate Governance in Italy after the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?", *Quaderni di finanza*, n. 43, Consob.

BIANCHI M., M. BIANCO, L. ENRIQUES

1997 *Pyramidal Groups and Separation Between Ownership And Control In Italy*, European Corporate Governance Network, disponibile sul sito www.ecgi.org

CAFAGGI, F.

2001 "La riforma del diritto societario", *Stato o Mercato*, n. 1, Il Mulino.

CLAESSENS S., S. DIANKOV, L. LANG

1999 "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics* 58.

CONFINDUSTRIA

2002 "Borsa e riforma della *corporate governance*", Previsioni macroeconomiche, dicembre.

ENRIQUES L.

2003 *Le PMI tradite dal nuovo diritto societario*, scaricabile dal sito www.lavoce.info

ENRIQUES L.

2002 *Assetti proprietari di controllo e la tutela degli investitori. La disciplina dell'OPA obbligatoria*, Il Mulino, Bologna.

FAFFONI L., F. VELLA, F.

- 2002 “‘Nuovo’ falso in bilancio: un passo indietro nel cammino verso l’Europa”, *Mercato, concorrenza, regole*, n. 1.
- GROSSMAN S., O. HART
1986 “The Costs and the Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration”, *Journal of Political Economy* 691-719.
- HART O., J. MOORE
1990 “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy* 1119-1158.
- ISAE
2003 “Priorità nazionali: dimensioni aziendali, competitività, regolamentazione”, *Rapporto*, giugno.
- ISAE
2000 “Priorità nazionali: regolamentazione, competitività, cittadinanza”, *Rapporto trimestrale*, aprile.
- ISTAT
1996 *Censimento intermedio dell’industria e dei servizi”*.
- JENSEN M.C., W. MECKLING
1976 “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs an Capital Structure”, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANES , A. SHLEIFER, R. VISHNY
1999 “Investor Protection and Corporate Valution”, *NBER Working Paper* 7403, Cambridge, MA
1998 “Law and Finance”, in *Journal of Political Economy*, vol. 106, 1113-1155.
- MESSORI M., L. CAVALLO, A. MARANO
2002 “Il diritto societario”, *Rivista di politica economica*, sett.-ott.
- MONTALENTI P.
2000 “Dalla legge Draghi al progetto Mirone. Un quadro d’insieme”, *Mercato, concorrenza, regole*, n. 2.
- PAGANO M., P.VOLPIN
2001 “The Political Economy of Finance”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, n. 4 .
- PRESTI G.
2003 “Riforma delle Spa e scalini normativi”, *Le Società*, IPSOA.
- PRESTI G.
2002 Relazione introduttiva in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Convegno di Varese, Associazione Disiano Preite.

