

Il nuovo diritto societario e il denaro paziente

Giorgio Szegö - Maddalena Marchesi*

Università «La Sapienza», Roma

1. - Premesse

Lo scopo di queste note è l'analisi dei costi e benefici dei decreti di riforma del diritto societario. Inizieremo sottoponendo all'attenzione del lettore alcune considerazioni generali sull'intervento dello Stato nell'organizzazione della vita economica.

In un recente libro di Geoffrey Wood¹ si pone il problema se gli interventi regolatori abbiano effetti desiderabili sull'economia e sul pubblico. Adam Smith in particolare aveva forti dubbi sull'efficacia della regolamentazione. Impedire la totale libertà di organizzazione e negoziazione è «un'ovvia violazione di quelle libertà naturali che sarebbe compito primario della legge incoraggiare piuttosto che combattere. — Tuttavia, egli afferma — quegli abusi delle libertà naturali di pochi individui che possono mettere a repentaglio la sicurezza dell'intera società, sono o dovrebbero essere regolamentati dalle leggi di tutti i governi». Adam Smith difende, quindi, la regolamentazione in casi eccezionali, ma ribadisce che, se non è diretta alla difesa del bene pubblico, costituisce «un clamoroso intervento di interessi particolari». Il suo punto di vista, ampiamente condiviso nei lavori di George Stigler², è

* <gsz.jbf@fastwebnet.it> - <m.marchesi@tin.it> [Cod. JEL: K22].

Avvertenza: i numeri nelle parentesi quadre si riferiscono alla Bibliografia alla fine del testo.

¹ v. WOOD G. [9], p. 23.

² v. STIGLER G.J. [5].

che, qualunque sia la giustificazione teorica di un intervento pubblico, in pratica essa è introdotta a vantaggio di una controparte. Stigler, in particolare, sostiene che la regolamentazione è un'arma della guerra commerciale e che implica costi diretti per il soggetto regolamentato oltre che per il regolatore. Questi costi sicuri sono poi trasmessi agli utenti dei servizi del soggetto regolamentato ed al pubblico in generale. Pertanto, la regolamentazione implica uno scambio tra benefici incerti e costi certi. La regolamentazione, azione che implica l'intervento di un'autorità esterna — nella maggioranza dei casi un'agenzia governativa — cui viene demandato il compito di controllare l'applicazione della legge, è basata quindi sull'ipotesi che l'intervento pubblico possa ottenere risultati irraggiungibili dal settore privato e deve essere motivata da quattro presupposti: 1) interesse pubblico; 2) fallimenti del mercato; 3) mancanza di autodisciplina; 4) insufficiente protezione da parte dei principi generali dell'ordinamento.

A nostro avviso³, l'introduzione di ogni regolamentazione deve essere motivata dall'esistenza di un interesse pubblico sufficientemente consistente. Tale interesse può essere misurato dalla valutazione del danno che potrebbe essere causato al pubblico in assenza di regolamentazione. Ricordiamo ancora che si tratta di confrontare costi sicuri con benefici incerti. La stima dei costi associati al verificarsi di un evento dannoso e della probabilità del suo accadimento costituisce la procedura più sistematica per valutare la necessità di una pubblica regolamentazione.

2. - I principi generali applicati all'organizzazione societaria

Applichiamo, ora, i principi generali all'organizzazione societaria.

Ai sensi dell'articolo 2247 c.c. «con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica, allo scopo di dividerne gli utili». A nostro avviso l'aspetto più rilevante è che da tale accordo nasce

³ v. SZEGŐ G. [8].

un'organizzazione, "la società", caratterizzata da un certo grado di soggettività⁴ e di autonomia patrimoniale, graduato in relazione al tipo societario prescelto.

Perché uno o più soggetti in grado di intendere e di volere sono interessati a costituire tale nuovo soggetto giuridico? Oltre all'evidente scopo di ottenere dei profitti che giustifichino i costi associati, esistono fondamentalmente due motivazioni: 1) limitare la responsabilità patrimoniale del o dei partecipanti e, nel caso di più soggetti; 2) definire i rapporti tra i soci.

Esiste un interesse pubblico a standardizzare le forme societarie e, conseguentemente, a limitare questa libertà di associazione?

La società non esaurisce i suoi effetti esclusivamente all'interno del gruppo di soci ma, per svolgere la sua finalità statutaria, interagisce con il contesto economico e con gli altri operatori essenzialmente in due modi: 1) operazioni commerciali varie; 2) raccolta di capitali.

La prima tipologia riguarda i rapporti con fornitori, clienti e dipendenti. La seconda si esplica attraverso rapporti con gli intermediari creditizi e con il mercato di capitali in caso di emissione titoli.

L'interesse pubblico alla regolamentazione potrebbe, pertanto, essere ravvisato nella tutela del contesto economico nonché nella protezione degli operatori che interagiscono con la società.

L'introduzione della regolamentazione, come già accennato, comporta uno scambio tra i costi che dovrebbero gravare sulle singole controparti che interagiscono con la società e quelli imposti alla società stessa (stesura e certificazione dei bilanci, *etc.*) e al pubblico (controllo e vigilanza).

È opinione di chi scrive che potrebbe essere lasciato alla buona volontà di chi interagisce con l'impresa la tutela dei propri interessi, con la eccezione della raccolta diretta dei capitali attraverso la sollecitazione del pubblico risparmio.

⁴ Ci riferiamo qui alla soggettività giuridica intesa nel senso di capacità giuridica e di agire di cui sono titolari gli enti come tali e che è distinta rispetto quella degli individui che hanno dato loro vita.

I singoli risparmiatori, che costituiscono il pubblico e non gli investitori istituzionali (*qualified investment buyers*⁵) sono infatti considerati soggetti bisognosi di tutela in quanto caratterizzati da risorse finanziarie limitate (vedove ed orfani), non informati e non informabili.

Nelle prossime pagine prenderemo in esame i decreti legislativi di riforma del diritto societario (con particolare riferimento al decreto legislativo n. 66 del 17 gennaio 2003, *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative*⁶ e al Decreto legislativo n. 617 dell'11 aprile 2002, *Disciplina degli illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali*)⁷ e i lavori pubblicati in questo stesso numero⁸.

3. - Principi ispiratori della riforma

I principi ispiratori della riforma del diritto societario, possono fondamentalmente essere ricondotti a due: 1) ridurre lo scaglino normativo esistente tra le società per azioni quotate (soggette agli obblighi del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998⁹), e il grande numero di imprese non quotate ma con i requisiti per esserlo (soggette alla meno stringente disciplina codicistica), in modo da incoraggiare la quotazione azionaria; 2) rendere meno complesse e più flessibili le forme societarie adottate dalle piccole-medie imprese riconosciute come l'asse portante della economia italiana.

Lo scopo ultimo è dunque aumentare il ricorso da parte delle imprese al capitale di rischio nella sua tipologia più utile quel-

⁵ Il termine *qualified investment buyers* è stato introdotto prima nella legislazione USA e poi nella letteratura finanziaria dall'articolo 213-bis del Codice SEC che permetteva a soggetti sufficientemente danarosi ad avere accesso ai collocamenti privati dei titoli.

⁶ Pubblicato su Supplemento ordinario 8/L *Gazzetta Ufficiale* n. 17 del 22 gennaio 2003.

⁷ Pubblicato su *Gazzetta Ufficiale* n. 88 del 15 aprile 2002.

⁸ v. CAVALLO L. - MARANO A. - MESSORI M.

⁹ Pubblicato su Supplemento ordinario 52/L alla *Gazzetta Ufficiale* n. 71 del 26 marzo 1998.

la cioè di denaro paziente¹⁰, ossia di investimenti a lungo termine, e al contempo ridurre il ricorso all'autofinanziamento o al finanziamento da parte degli intermediari creditizi.

4. - La riforma delle Spa

Come ben puntualizzato da Messori, il Decreto legislativo n. 6 del 17 gennaio 2003 non ha proceduto a minimizzare lo "scalinò" normativo fra imprese quotate, nè ha sufficientemente incentivato la quotazione in borsa di «quella grande massa di (evidentemente sprovvedute) PMI italiane...».

Perché il legislatore nonostante la teoria economica in merito¹¹ dovrebbe distorcere le condizioni di mercato per incoraggiare la quotazione azionaria? Quale è l'interesse pubblico? Quali sono le motivazioni di tale preferenza da parte del legislatore?

a) Per imitare altri paesi con una struttura finanziaria mercato-centrica (USA);

b) per tendenziale sfiducia nella solidità degli intermediari creditizi oggi principale fonte di finanziamento per le imprese;

c) per aumentare i profitti delle borse valori;

d) perché si ritiene che il SGF¹², sia in grado di perseguire l'interesse delle imprese, molto meglio dei "padroni" delle imprese stesse.

Iniziamo con l'osservare che la quotazione azionaria non è condizione necessaria per il collocamento al pubblico di titoli azionari e quindi della raccolta di capitali di rischio. Per questa operazione, se rivolta al pubblico in generale, è sufficiente la predisposizione di un prospetto informativo approvato dalla Consob

¹⁰ Il termine denaro paziente corrisponde a tutte le forme di investimenti a lungo termine in un'attività imprenditoriale. Un esempio di denaro paziente è costituito dagli investimenti dei fondi pensione, che a differenza di quelli dei fondi comuni d'investimento, possono avere orizzonti temporali più lunghi. Certi fondi comuni d'investimento al fine di rendere meno pazienti le partecipazioni hanno introdotto sostanziose quote d'accesso.

¹¹ v. Il noto teorema di Modigliani-Miller sull'irrelevanza della struttura dei capitali sul valore dell'impresa stessa, v. SZEGÖ G. [7], cap. 9. v. anche SZEGÖ G. [6] e BERGER A.N. - UDELL G. [1].

¹² v. Saggio Grande Fratello, lo Stato.

mentre, in caso di vendita a non più di 200 soggetti predeterminati, non è necessario neanche quello¹³.

La quotazione azionaria serve solo, in teoria, per garantire all'acquirente dei titoli la liquidità dei medesimi e pertanto rendere questi ultimi più appetibili per i potenziali acquirenti. Per le PMI con basso livello di capitalizzazione e con un flottante ancora inferiore, tale promessa di liquidità è un miraggio. La liquidità, in questi casi, è fornita dai *market makers*. La sola ammissione alla quotazione non garantisce un livello sufficientemente elevato di negoziazioni tale da permettere un'efficiente formazione del prezzo. Di conseguenza, la quotazione giornaliera di tali titoli è determinata quasi esclusivamente da fattori esogeni¹⁴, come ad esempio variazioni dei tassi d'interesse, completamente indipendenti dal valore reale dell'impresa. Questa situazione evidentemente può rendere impaziente ed indurre alla fuga anche il danaro più paziente, come dimostrato dal numero crescente di società derubricate dalle negoziazioni borsistiche. Il processo, ben noto nella letteratura¹⁵, prevede che in caso di infrequenti negoziazioni di un titolo, aumenti il relativo *bid-ask spread* e perciò i costi di transazione, abbattendo ulteriormente il volume delle negoziazioni stesse, fino ad arrivare al *delisting* del titolo. Non a caso le imprese italiane continuano ad avere una forte riluttanza alla quotazione¹⁶, in ciò dimostrando maggiore saggezza dei regolatori, che con la progressiva riduzioni dei requisiti alla quotazione sembrerebbero incoraggiare la quotazione di titoli "meteora", ossia non sufficientemente liquidi, che devono rapidamente abbandonare la borsa.

¹³ v. artt. 94, 3° co. e 100, 1° co., lett. b), Decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 e art. 33 *Regolamento emittenti* (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002 e n. 13616 del 12 giugno 2002).

¹⁴ Ad esempio nella prima decade di gennaio 2003, in seguito ad un improvviso rialzo nelle quotazione borsistiche americane le borse europee hanno fatto registrare in una seduta aumenti anche superiori del 7%. Come reagirebbe l'azionista di una piccola impresa quotata a immotivate variazioni del valore della propria impresa di una simile portata?

¹⁵ v. SZEGŐ G. [7], Cap.10.

¹⁶ v. MARZANO A. - SZEGŐ G.[3]. Gli autori hanno rilevato in seguito ad un approfondito sondaggio lo scarso interesse, anche delle imprese lombarde, a quotarsi.

Come se ciò non bastasse, è molto curioso che si cerchi di incoraggiare la quotazione azionaria, come se questa fosse l'unica fonte di "denaro paziente", non con incentivi alla quotazione, ma con disincentivi alla non quotazione. In quest'ottica, un intervento molto più risolutivo sarebbe stato obbligare tutte le Spa¹⁷ a quotarsi!

È difficile spiegare perché il legislatore non consideri il caso delle società con un ridotto rapporto d'indebitamento, ma con titoli azionari non quotati. Questo fatto potrebbe far pensare che la finalità della legge non sia il benessere delle imprese o degli intermediari finanziari, ma il profitto delle Borsa Italia SpA o di altre possibili Borse.

Inoltre, perché mai le Spa dovrebbero quotarsi quando la nuova normativa sul falso in bilancio è più favorevole per le società non quotate? Ci riferiamo in particolare al novellato articolo 2622 c.c. «false comunicazioni sociali in danno dei soci e dei creditori». Il legislatore della riforma oltre a trasformare, il reato in questione da reato di pericolo in reato di danno¹⁸ ha previsto per le società non quotate pene lievi¹⁹ nonché l'intervento della magistratura subordinato alla querela della persona offesa (soci o creditori); diversamente per le società quotate la pena prevista per i medesimi fatti è moltiplicata oltre tre volte²⁰ ed il delitto è procedibile d'ufficio. È evidente che tale differenziazione di pene e criteri di perseguibilità non riduce ma accresce il *gap* normativo tra società quotate e non, e disincentiva la quotazione: una mazzata al cerchio ed un'altra alla botte!

¹⁷ Si consideri che attualmente il valore medio dei soci delle Spa italiane è lievemente superiore a due.

¹⁸ La rilevanza penale degli illeciti è stata subordinata all'esistenza di un consistente danno economico, patrimoniale o finanziario, per i soci e/o i creditori. Senza tale danno gli illeciti sono stati ridotti a contravvenzione. Il legislatore ha, inoltre, previsto che, ai fini della punibilità, le false informazioni diffuse debbano essere rilevanti e funzionali a realizzare un ingiusto profitto.

¹⁹ Reclusione da sei mesi a tre anni.

²⁰ Reclusione da uno a quattro anni. Si tratta pur sempre di pene lievi soprattutto se confrontate con quelle recentemente introdotte in USA dal *Sarbanes-Oxley Act*: reclusione fino a 25 anni e multe fino a 5 milioni di dollari, nonché obbligo per gli amministratori delegati ed i direttori finanziari ritenuti colpevoli dei reati di frode contabile di restituire i *bonus* ricevuti durante l'incarico e divieto perpetuo di esercitare funzioni dirigenziali in altre società.

Inoltre, nel lavoro di Messori, si sostiene che la nuova normativa sul falso in bilancio, ha come effetto secondario di rendere più costoso per le piccole-medie imprese l'accesso agli strumenti intermedi di capitale. Il ricorso a tali strumenti presuppone infatti l'esistenza di un rapporto di fiducia tra impresa e risparmiatori, che ora potrebbe essere incrinato dal legittimo sospetto sulla veridicità dei bilanci. In pratica, però, tale rapporto di fiducia non si è mai certo basato sull'esame dei dati di bilancio, ma piuttosto su documentate informazioni riservate trasmesse dalla società all'intermediario creditizio e alle controparti commerciali.

Ancora con riferimento al secondo punto si noti che gli intermediari finanziari sono parte in causa non solo nell'erogazione diretta del credito ma anche nel collocamento e nella successiva gestione dei titoli delle imprese. I profitti associati a tale attività compensano il mancato guadagno nel credito. L'unica giustificazione possibile di tale preferenza per il finanziamento tramite il canale azionario potrebbe consistere nel diminuire l'esposizione delle banche rendendole più stabili²¹.

Non si può, poi, fare a meno di sottolineare che il legislatore è stato molto timido ed economicamente ingiustificato nella modifica del vecchio articolo 2410 c.c. sui limiti all'emissione delle obbligazioni²². La legge delega (articolo 4, 5° co.) prevedeva una modifica della disciplina del codice civile nel senso di attenuare o rimuovere totalmente i limiti all'emissione che tanto avevano condizionato il ricorso delle imprese a tali strumenti di finanziamento. Il legislatore delegato non ha ritenuto di eliminare il predetto limite, ritenendolo un principio di garanzia per gli azionisti, lo ha solo attenuato²³. Tuttavia il legislatore ha operato una

²¹ v. STEINHERR A. - HUVEENEERS C. [4].

²² «La società può emettere obbligazioni...per somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato»

²³ Il novellato articolo 2412 c.c. stabilisce che la società possa emettere obbligazioni per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. È anche disposto che tale limite possa essere superato quando: 1) le obbligazioni sono sottoscritte da investitori istituzionali che in caso di successiva circolazione, rispondano della solvenza della società emittente; 2) l'emissione sia garantita da ipoteca di primo grado sui beni di proprietà della società fino a due terzi del valore degli immobili stessi.

distinzione tra società quotate e non stabilendo che tale limite non si applichi all'emissione di obbligazioni effettuate da società con azioni quotate, limitatamente alle obbligazioni destinate alla quotazione. Anche in questo caso è evidente la quotazionfilia! Per tali società l'emissione di obbligazioni è ammessa sino al limite più ampio dell'ammontare del capitale versato e delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato²⁴. Si tratta evidentemente di un vantaggio che assicura alle imprese quotate, ma solo a quelle, maggiori possibilità nel reperimento di capitali e di conseguenza contraddice l'obiettivo di ridurre il ricorso delle imprese all'autofinanziamento e/o al finanziamento da parte degli intermediari finanziari. La relazione tra l'accesso al mercato secondario dei titoli ed il limite al livello delle emissioni obbligazionarie è totalmente inspiegabile²⁵. Tanto più che la legge non impone un vincolo sul livello d'indebitamento, ma solo sul totale dei titoli di debito negoziabili, ma non quotati. La quotazionfilia così colpisce ancora!

Sempre in tema di non chiaro interesse pubblico vogliamo rilevare il persistere del divieto di emettere azioni a voto plurimo (articolo 2351, 4° co.). Non si capisce quale sia l'interesse pubblico tutelato da tale disposizione atteso che la società è costituita da soggetti perfettamente in grado di intendere e volere e di tutelare i propri interessi,

5. - La riforma delle Srl

Discorso diverso va fatto per la riforma delle Srl. Il legislatore delegato ha centrato l'obiettivo di rendere meno complessa e più flessibile tale forma societaria aumentando l'ambito dell'autonomia privata statutaria e la sfera negoziale-contrattuale. Ha configurato la Srl come un nuovo tipo di società con caratteristiche

²⁴ Delibera CICR 3 marzo 1994 emanata in attuazione dell'articolo 11, Decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, pubblicato su Supplemento ordinario *Gazzetta Ufficiale* n. 230 del 30 settembre 1993.

²⁵ Cosa succede se una società quotata colloca al pubblico titoli di debito e successivamente procede o è costretta al *delisting*? Dovrà forse restituire ai sottoscrittori le somme raccolte eccedenti i limiti?

peculiari liberandola finalmente dalla sua tradizionale qualificazione di piccola Spa.

Ha preso atto della realtà delle piccole e medie imprese italiane ed ha dato rilevanza ai rapporti tra soci, alla capacità ed all'inventiva di questi nel tutelare i propri interessi.

Come contrappeso per tale libertà è stata però vietata la sollecitazione all'investimento per le quote della società (articolo 2468, 1° co.) e per i titoli di debito della stessa (articolo 2483²⁶), anche se accompagnati da prospetti informativi, lasciando *de-facto* a queste società come unica fonte di mezzi finanziari, il credito. Non si vincolano quindi le possibilità di azione alle effettive capacità della società ed alla trasparenza informativa (prospetti) per la tutela del risparmiatore, ma allo *status* giuridico del soggetto. Ci troviamo di fronte ad un caso di palese discriminazione.

In quest'ottica di forzatamente scarsa circolazione delle quote, il legislatore ha previsto (perché?) che non possano essere create diverse categorie di quote (articolo 2468, 3° e 4° co.), che nell'atto costitutivo possano essere posti limiti e condizioni al trasferimento delle stesse (articolo 2469). In cambio ha ampliato le ipotesi di recesso²⁷.

6. - Conclusioni

La sostanziale liberalizzazione delle Srl, è purtroppo contro-bilanciata da una severa limitazione sulla loro operatività. È ancora più difficile rintracciare una logica economica nei provvedi-

²⁶ La sottoscrizione dei titoli di debito è consentita solo ad investitori qualificati in grado di valutarne il merito di rischio. Se tali titoli di debito vengono posti in circolazione, gli investitori qualificati garantiranno i terzi sottoscrittori qualora la società versi in stato di insolvenza.

²⁷ L'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità. In ogni caso il socio ha il diritto di recedere dalla società qualora non accetti: il cambiamento dell'oggetto sociale o del tipo di società, la fusione o la scissione della società, la revoca dello stato di liquidazione, l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dall'atto costitutivo, il trasferimento della sua sede all'estero, operazioni che modifichino sostanzialmente l'oggetto sociale ovvero le modificazioni sostanziali dei diritti spettanti ai soci. In caso di società a tempo indeterminato il diritto di recesso compete al socio in ogni momento e può essere esercitato con preavviso di sei mesi (articolo 2743, 1° e 2° co., c.c.).

menti sulle SpA. Sembra dimenticata la differenza tra le operazioni di mercato primario che vedono una sollecitazione del pubblico, o semi pubblico, risparmio nel collocamento di titoli e successive scelte di mercato secondario, quale la loro quotazione in una Borsa. Molto spesso, in particolare per le piccole imprese, i vantaggi della seconda operazione potrebbero essere molto inferiori ai relativi costi diretti ed indiretti.

Si noti inoltre che la quotazione non è uno “stato” permanente di una società, bensì una situazione momentanea che può durare solo fintanto i titoli siano caratterizzati da un livello elevato di negoziazione.

BIBLIOGRAFIA

- [1] BERGER A.N. - UDELL G., «The Economics of Small Business Finance», *Journal of Banking and Finance*, n. 22, 1998, pp. 613-73.
- [2] JENSEN M.C., «Eclipse of the Public Corporation», *Harvard Business Review*, sett.-ott. 1989, pp. 61-74.
- [3] MARZANO A. - SZEGÖ G., *Analisi empirica sull'interesse delle PMI lombarde a quartarsi*, Assolombarda, Milano 1989.
- [4] STEINHERR A. - HUVENEERS C., «On the Performance of Differently Regulated Financial Institutions: Some Empirical Evidence», *Journal of Banking and Finance*, n. 18, 1994, pp. 226-70.
- [5] STIGLER G.J., «The Citizen and the State», Chicago, Chicago University Press, 1973, ed. it. «Stato, mercato e regolamentazione» in *Mercato, informazione e regolamentazione*, Bologna, Il Mulino, 1994.
- [6] SZEGÖ G., «Banca Universale e Public Corporation», *L'Impresa*, 1991, pp. 106-16.
- [7] SZEGÖ G., *Il sistema finanziario: economia e regolamentazione*, Milano, Mc. Graw-Hill, 1995.
- [8] SZEGÖ G., *The Economics of Financial Regulation*, in corso di pubblicazione.
- [9] WOOD G.E., *Fifty Economic Fallacies Exposed*, Londra, IEA, 2002.