

# Luiss

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali  
**Guido Carli**

**CERADI**

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

## Riflessioni sulle recenti riforme e sulle proposte di riforma in corso delle società per azioni

**Gustavo Visentini**

**Gennaio 2003**

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

## I. La struttura della società per azioni

1.- *Opportunità del confronto con la tradizione*- Per meglio rendersi conto del significato delle novità di recente introdotte nel diritto delle società per azioni, e delle proposte di riforma in corso; per agevolarne il confronto con gli indirizzi che emergono in Europa e negli Stati Uniti, è opportuno rifarsi alla tradizione e rivisitare i principi dell'istituto. La spa è componente fondamentale della costituzione materiale dell'ordinamento dell'economia, ed ogni riforma presuppone studi economici e sociali, empirici e teorici, analisi giuridiche, scelte politiche.

2.- *I principi che vengono in discussione*- La società anonima si è imposta nelle economie di mercato per consentire di finanziare investimenti in imprese ad intenso impiego di capitale con la raccolta del risparmio diffuso tra il pubblico.

- Le tecniche dello strumento sono: **a)** il patrimonio risponde delle obbligazioni sociali: non rispondono i soci e gli amministratori, che nei riguardi all'ente sono rispettivamente terzi e mandatari; **b)** è indifferente la persona del socio; **c)** la partecipazione è frazionata in quote in serie; **d)** le quote sono incorporate in azioni liberamente circolabili; **e)** le azioni, che incorporano un investimento illiquido, sono liquide nelle borse valori.

La formula che esprime tutto questo è la *persona giuridica*: l'anonima deriva dalla compagnia mercantile (oggi società di persone), vestita della personalità morale, che emette in serie cambiali (azioni) negoziate in borsa.

- La vocazione della società anonima alla raccolta del risparmio diffuso ha sollevato i problemi della protezione dell'investitore, per la soluzione dei quali si è formata la speciale disciplina.

I problemi sono: **a)** la concentrazione del potere nelle mani di chi gestisce ingenti capitali senza assumerne il rischio; **b)** la conclusione di contratti dove numerosi risparmiatori, per la ridotta frazione dell'investimento, sono controparti deboli dell'emittente, nella trattativa e nel rapporto; **c)** la negoziazione sui mercati dei valori mobiliari da parte di un pubblico che fida sugli intermediari nell'inconsapevolezza dei rischi nella formazione dei prezzi.

Nel collocamento delle azioni le posizioni della società, che gestisce l'intero patrimonio, e del risparmiatore, interessato per una insignificante

frazione dell'investimento, sono simili alle posizioni del produttore e del consumatore nelle vendite al pubblico, con la specificità che è difficile comprendere il prodotto, e comunque è costoso gestirlo, per il suo contenuto finanziario. Nel rapporto di società le parti s'incontrano nell'interesse di scambiare la gestione dell'investimento con il reddito che ne deriva. Per il resto i loro interessi sono *divergenti*.

Gli amministratori rappresentano gli interessi di chi gestisce l'affare: sono votati in assemblea dai soci interessati alla gestione per l'ammontare investito; hanno il potere di decisione; hanno le conoscenze di chi è titolare dell'affare; hanno i mezzi finanziari per sopportare i costi del controllo; sono stimolati a trattenere gli utili per potenziare gli investimenti: il dividendo è un costo per la società, mentre è il guadagno per il risparmiatore; il patrimonio della società non è liquido; l'investimento dei soci che controllano la società è difficilmente liquidabile. I risparmiatori esauriscono il loro interesse nella redditività dell'azione e nella sua negoziabilità, che fa liquido l'investimento, la quale dipende dalla qualità della borsa; si dice che esprimono il loro voto con il negoziare i titoli. Su questi presupposti si sono formate le regole che danno assetto agli interessi, onde evitare abusi e prevaricazioni; onde creare fiducia sull'istituto, per lo sviluppo delle economie.

I problemi si sono posti nell'esperienza storica di crisi che hanno costretto i legislatori ad individuare le soluzioni. Dalle crisi inglesi di fine settecento *viene impostata la disciplina della società anonima*; dalle crisi americane degli anni '30 deriva la *disciplina del mercato mobiliare*, ripresa in Europa ed in Italia. Recenti crisi ripropongono i problemi e suggeriscono soluzioni.

- La *legislazione societaria*, che ci viene dall'Inghilterra, nell'introdurre la libertà di costituzione delle società anonime ha posto tre condizioni. **a)** Innanzitutto ha disposto la *tipicità del rapporto* di società, per dare un assetto agli interessi delle parti che fosse predeterminato dalla legge, nella impossibilità che si addivenisse alla conclusione mediante trattative, visto il numero dei risparmiatori e la loro posizione debole; la tipicità si riflette nell'organizzazione della società e nei diritti ed obblighi dei soci. **b)** In secondo luogo ha dato *pubblicità ai bilanci*, ne ha imposto la redazione annuale e previsto controlli, affinché il socio sia informato e affidato sulla situazione patrimoniale, che dà il prezzo all'azione. **c)** Infine ha richiesto la presenza di più cointeressati alla gestione: la *pluralità dei soci* fa della società una realtà sociale ed economica diversa dall'individuo commerciante, sì da giustificare la limitazione della responsabilità al patrimonio sociale, che consegue dalla persona giuridica. Le

regole che condizionano alla pluralità dei soci la limitazione di responsabilità riflettono la presunzione che vede la società *cosa del socio* quando questo rimale solo, e danno i principi per rendere responsabile chi abusa della persona giuridica.

Le crisi degli anni '30 hanno evidenziato i problemi della *qualità delle negoziazioni*, che il legislatore ha affrontato con il regolare le borse. La qualità delle negoziazioni dipende, oltre che dalla sufficiente ed affidabile informazione da parte degli emittenti, dall'*organizzazione dei mercati* nella definizione dei prezzi, dall'informazione e dal comportamento degli *intermediari*, siano essi di negoziazione o di gestione, dalla prevenzione e dalla repressione dei *conflitti d'interesse*, che si generano fisiologicamente per la posizione degli intermediari, fiduciari dei clienti, ma per professione vicini agli emittenti. La regolamentazione fa perno sull'*Autorità del mercato* per la gestione delle informazioni; si sviluppa nelle *incompatibilità* e nella separazione delle attività, ove necessario; nell'*azionabilità civile* per i conflitti, alla quale ha dato importante apporto la giurisprudenza.

- I principi che direttamente discendono da queste scelte politiche sono consolidati. **a)** Al potere fa fronte la responsabilità. La responsabilità è di ordine patrimoniale per l'abuso della persona giuridica: chi fa della società cosa propria risponde per le obbligazioni sociali; la responsabilità è da illecito civile per i danni ai soci, direttamente o al patrimonio comune, e ai terzi, cioè al mercato. **b)** Con i diritti dei soci si indicano quell'insieme di principi coordinati alla difesa delle minoranze (risparmio diffuso), in particolare: informazione, azione di responsabilità, partecipazione alle assemblee, voto, impugnativa. **c)** Vi è un principio sottinteso al sistema: -le limitazioni di voto sono compensate da privilegi patrimoniali; -la esclusione del voto è compensata con il diritto di recesso, altrimenti il rapporto da società diviene gestione fiduciaria di patrimonio altrui, con vincoli, limitazioni e strutture ben diverse dalla società. Queste regole sono diversamente intese ma restano il riferimento per le eccezioni. **d)** I principi della trasparenza e della prevenzione dei conflitti d'interesse sviluppano le discipline dei mercati mobiliari. -Le autorità di mercato sono speciali agenzie amministrative deputa alla gestione di interessi privati. -I mercati sono vigilati quanto alle informazioni e alla posizione degli intermediari, vincolati all'interesse dei risparmiatori, nel conflitto evidente con l'interesse di chi raccoglie il risparmio. **e)** Le disposizioni penali rafforzano il dispositivo civile, e sono di solito appuntate sulla verità dell'informazione e sulle figure di frode e di truffa, come infedeltà patrimoniale.

- Le discipline si sono rese necessarie per contenere le crisi di fiducia, e consentire così la massima espansione all'istituto della società azionaria. Il loro scopo *immediato* è esaltare l'autonomia contrattuale, che è effettiva soltanto se le parti sono libere, garantite ciascuna dalla frode e dalla prevaricazione, che rende l'una schiava dell'altra. È il problema della raccolta del risparmio diffuso presso il pubblico: ricostruire la posizione di parità delle parti, compromessa dalla natura dell'operazione che, abbandonata dal legislatore, avrebbe visto sacrificata la libertà di chi investe dalla posizione di forza contrattuale di chi raccoglie i capitali. Rapidamente, come l'esperienza ha insegnato, la sfiducia atrofizza i mercati mobiliari. Ne è soffocata la libertà di finanziamento degli imprenditori, che restano condizionati da sistemi di erogazione amministrativa. Appunto, lo scopo mediato delle discipline è dare libertà agli imprenditori di finanziare gli investimenti, nella *concorrenza* della raccolta *diretta* con la intermediazione *bancaria*.

3.- *Gli indirizzi delle riforme nell'economia globale*- Diciamo globale perché ormai per numerosi prodotti si è formato un mercato senza frontiere, in luogo del secondo livello di scambi che i mercati nazionali trovavano nel mercato internazionale. In Europa il mercato unico è realtà.

Nel globale le imprese e le economie sono dipendenti dalla concorrenza e dal mercato. L'economia di mercato s'impone sull'economia mista poiché di necessità la sovranità degli Stati resta circoscritta al territorio; mentre la sovranità dell'impresa può divenire mondiale, secondo la sua capacità di sostenere la concorrenza nei mercati dei capitali, dei beni e dei servizi. In questo contesto sono gli istituti privati, il diritto privato del commercio, a dominare la scena; la qualità del diritto diviene componente della concorrenza. Lo è innanzitutto la disciplina della società per azioni; e non necessariamente della società che fa appello al risparmio diffuso, poiché è il prodotto che fa le imprese regionali o globali, non la loro dimensione.

Nella concorrenza globale sono i fondamentali dell'istituto, tradizionalmente comuni, che orientano i principi del diritto delle società nelle diverse legislazioni. Invece sono destinate a cadere le particolarità nazionali quando non sono coerenti con i principi uniformi, ed in particolare quelle dovute all'intervento e alla direzione dello Stato, nell'economia mista (Francia e Italia), o alla concentrazione delle gestioni, nell'economia sociale (Germania). In effetti constatiamo il rapido ravvicinarsi delle legislazioni per la comunanza dei problemi nella concorrenza internazionale. È dominante l'influenza degli USA, per il suo peso, ma anche perché economia di mercato per tradizione

ancorata ai fondamentali comuni; mentre s'impongono mutamenti alle economie miste o sociali dei Paesi europei. Perciò negli indirizzi di riforma distinguiamo quanto è comune ai sistemi e quanto è peculiare al nostro ordinamento.

- Nei suoi fondamentali l'istituto della spa è generalmente ritenuto attuale, non discusso se non da dottrine di indirizzo anticapitalistico; per vero le legislazioni nazionali, nella loro evoluzione, continuano a fare riferimento alla tradizione.

È la disciplina di una società che può avere numerosi soci; alcuni anche non direttamente coinvolti nella gestione, come accade in società familiare che vede estendersi e differenziarsi la base sociale per il naturale susseguirsi delle generazioni. Si ritiene sufficiente la disciplina tradizionale, radicata sull'organizzazione e sui diritti dei soci; che assorbe nei costi dell'organizzazione i costi che altrimenti dovrebbero sopportare i soci di risparmio per difendere i loro diritti (è accaduto frequente che in una società familiare i soci d'investimento lascino la gestione ai soci di controllo, riservandosi la nomina del presidente del collegio sindacale). Per disciplinare questi fenomeni le leggi sono generalmente buone, ormai sperimentate da ricca giurisprudenza. La legge italiana contenuta nel codice del '42 è certamente buona; richiederebbe poche modificazioni di aggiornamento, come è già stato fatto per il procedimento della costituzione della società: elasticità degli statuti in ordine al voto; qualche limatura e aggiornamento (obbligazioni, deleghe di voto, responsabilità civile ecc.); la giurisprudenza ha lavorato bene, e non deve andare perduta.

- Nonostante che la spa possa essere impiegata per ogni dimensione d'impresa, si constata l'indirizzo dei legislatori a istituire forme di società a responsabilità limitata per iniziative locali. La disciplina è uno sviluppo delle società di persone o una semplificazione della spa. È loro precluso l'appello al pubblico risparmio; sono destinate ad imprese di servizi locali e di artigianato; è accentuata la personalità dei soci, che si presuppongono tutti capaci ed interessati alla gestione; perciò è semplificata la struttura amministrativa e di controllo; la tutela dei creditori è affidata alla personalizzazione dei rapporti. Nella sostanza sono società di persone (per la scelta sono influenti ragioni fiscali).

La disciplina tradizionale resta valida anche per le società che fanno appello al pubblico risparmio, rafforzata ed integrata secondo gli indirizzi tradizionali.

Le recenti crisi di legalità negli USA e la consapevolezza di problemi anche in Europa, hanno suggerito ai legislatori interventi. Le questioni principali sono le seguenti. a) Rafforzare i diritti dei soci: partecipazione alle assemblee, voto, impugnativa delle assemblee, attivazione del controllo giudiziario; b) garantire la verità dei bilanci e delle informazioni; c) migliore cura nella rilevazione dei conflitti d'interesse; d) introduzione di nuove incompatibilità nello svolgimento di attività di gestione, revisione ecc.; e) revisione delle Autorità di controllo dei mercati di borsa. f) L'attenzione da ultimo concentrata sulla composizione e sulle competenze del consiglio di amministrazione (*corporate governance*) è anche in funzione del rafforzamento delle garanzie dei soci; non è intesa a mutare la natura dell'ente. A questo riguardo il proposito è riattivare le funzioni collegiali dei consigli di amministrazione. In queste direzioni è intervenuto di recente il legislatore USA; dello stesso orientamento sono le riforme che si discutono in Francia, Germania, G.B., Spagna, e quelle già introdotte.

- In Italia, come nei paesi dell'Europa continentale, abbiamo i problemi, particolari e differenziati, che comporta la trasformazione delle economie miste, o dell'economia sociale. La trasformazione ha imposto le privatizzazioni. Sull'istituto della società azionaria si riflettono i temi degli: assetti proprietari, incroci azionari, di voto, gruppi, azionabilità degli illeciti, conflitti d'interesse. È decisione politica se andare, e come andare, al mercato globale. Ma questi problemi vanno affrontati in coerenza con le riforme dei mercati finanziari, delle banche, del fallimento, delle privatizzazioni. Si deve prendere atto che in generale il nostro legislatore sembra affrontare il mercato globale con uno spirito di difesa dell'economia controllata, mista o sociale, più spinto della Germania e della Francia. In questo spirito la proposta in esame può essere coerente, negli obiettivi, che taluni critici vi hanno visto, di ridurre i diritti delle minoranze, di accentuare i poteri dei gestori, di circoscrivere le ipotesi di reato per falsi, di agevolare la raccolta del risparmio diffuso senza predisporre sufficienti garanzie. Peraltro anche questi obiettivi non emergono con chiarezza, e sono contraddetti in più punti dell'articolato.

La riconduzione al mercato dell'economia mista italiana è una scelta strategica che richiede determinazione e decisioni coerenti nelle riforme di più settori, ma anche gradualità. Ha costi materiali e legali. Ed è buona regola generale non copiare le riforme avulse dal sistema in cui operano e senza prima averle intese e riformulate, tradotte nel diritto nazionale.