

**LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI**

**Guido Carli**

**Istituto di Studi Economici**

**IL RUOLO DEL CAPITALE SOCIALE NELLA PROPOSTA DI RIFORMA DEL  
DIRITTO SOCIETARIO: UN'ANALISI GIURIDICA ED ECONOMICA**

**di**

**Federico Pernazza – Marco Spallone**

**QUADERNI ISE n. 130**

**Roma, Novembre 2003**

# **Il Ruolo del capitale sociale nella proposta di riforma del Diritto Societario: un'analisi giuridica ed economica**

Federico Pernazza<sup>1</sup>

Marco Spallone<sup>2</sup>

## **1. Introduzione**

L'attività del legislatore italiano negli ultimi anni si è caratterizzata per un inusitato fermento di iniziative che investono i modelli organizzativi e la disciplina in genere delle società di capitali.

Le riforme hanno investito inizialmente le società quotate, la cui riconfigurazione è culminata, come noto, con il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria, il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, e con i regolamenti in esso previsti, ma si estendono ormai con il decreto attuativo della legge delega 3 ottobre 2001, n.366, all'intero campo delle società di capitali, mentre si prospettano ormai riforme ancora più ampie che abbracciano anche le società di persone ed il diritto dell'impresa e delle procedure concorsuali .

A fianco dei due interventi organici citati si annoverano numerosi provvedimenti specifici, in parte emanati sull'impulso comunitario, che hanno contribuito in modo significativo alla trasformazione complessiva della disciplina e della stessa impostazione di fondo dell'istituto societario; basti ricordare la legge sulle società unipersonali e, più di recente, l'abolizione dell'omologazione giudiziaria e le altre "semplificazioni" di cui alla legge 24 novembre 2002, n. 340 e l'art. 6 della legge del 18 ottobre 2001, n.383 in tema di garanzia del capitale.

Tale fermento normativo è dovuto indubbiamente alla fatale obsolescenza del diritto societario italiano rimasto ancorato, fino ai richiamati interventi normativi, all'impianto codicistico, risultando così tra i più datati in Europa e quindi non adeguato alle contingenti istanze dell'economia.

Certo è, però, che una motivazione sempre più pressante in favore di interventi normativi è quella derivata dalla consapevolezza del ruolo della *corporate governance* e più generalmente dell'ordinamento societario, quale fattore di competitività del sistema economico. Tale consapevolezza è maturata dapprima per le società che fanno appello al pubblico risparmio spinte, a seguito dell'integrazione dei mercati finanziari, ad un confronto diretto tra gli ordinamenti giuridici nazionali, e, più di recente, grazie alla circolazione di modelli consentita dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia Europea, anche per le società "chiuse".

Ciò, da un lato, spiega il serrato confronto con gli altri modelli nazionali, soprattutto nell'area comunitaria, che caratterizza l'elaborazione di tali riforme e, dall'altro, impone una verifica di coerenza degli strumenti giuridici adottati con il fine di accrescimento della competitività del sistema.

---

<sup>1</sup> Università di Roma - Tor Vergata.

<sup>2</sup> Università di Roma - Tor Vergata e Luiss - Guido Carli.

Per il vero, non sembra che, in termini generali, modifiche, anche rilevanti dei modelli organizzativi possano avere un impatto particolarmente significativo sullo sviluppo economico, specialmente quando ci si sposta dall'ambito delle società che si finanziano sul mercato dei capitali alle cosiddette società "chiuse" o "private". Se confrontati con altri elementi strutturali di un sistema economico – si pensi alle caratteristiche del mercato dei capitali e del lavoro e all'ordinamento fiscale – i profili organizzativi assumono una posizione di secondo piano, anche perché i fondamentali benefici, in chiave economica, offerti dal fenomeno societario (la limitazione della responsabilità, il meccanismo decisionale su base maggioritaria, la circolabilità delle partecipazioni) sono ormai da tempo patrimonio comune di tutti gli ordinamenti dei Paesi sviluppati.

Tuttavia, alcuni profili fondamentali dell'ordinamento societario, ovvero quelli attinenti alle possibilità di autofinanziamento, alla responsabilità, alla trasparenza della gestione, alla circolazione delle partecipazioni sociali, ed al trattamento fiscale connesso ad un determinato modello organizzativo, sono oggettivamente suscettibili di costituire un supporto ovvero di creare ostacolo all'iniziativa economica associata che si estrinseca attraverso lo strumento societario. Inoltre, l'intervento normativo su tali aspetti ha la caratteristica di poter apportare qualche auspicabile beneficio con un costo pressoché nullo per la finanza pubblica e senza impingere sugli interessi delle parti sociali.

In quest'ottica, le recenti revisioni dell'impianto societario codicistico, già operate o in corso di perfezionamento sono meritevoli di una valutazione con gli strumenti propri dell'analisi economica e della comparazione. Tra queste si segnalano, senza pretesa di esaustività, le modifiche apportate alla disciplina della costituzione, dei conferimenti, del recesso e del controllo contabile, ivi inclusa la riforma dei profili sanzionatori.

A questo proposito, il presente studio è dedicato alle alternative al versamento del capitale, recentemente introdotte con legge speciale e parzialmente confermate dalla riforma generale del diritto societario, ed ha come scopo principale quello di testare la coerenza tra gli obiettivi enunciati dal legislatore e gli strumenti utilizzati per il loro raggiungimento, con particolare attenzione alla loro effettiva applicabilità al contesto legislativo ed economico che caratterizza il sistema delle piccole e medie imprese italiane. In particolare, lo studio fornisce sia il punto di vista giuridico sia quello economico circa gli effetti sulle società a responsabilità limitata della facoltà attribuita ai soci di sostituire il versamento del capitale con la stipula di contratti assicurativi atti a rendere disponibile il capitale solo quando esso si rivela effettivamente necessario.

Più precisamente, il lavoro:

1. confronta da un punto di vista giuridico il modello societario europeo e quello statunitense,
2. argomenta circa le finalità e le interpretazioni giuridiche delle modifiche recentemente proposte per il modello societario italiano;
3. confronta da un punto di vista economico il modello societario europeo, quello statunitense e quello italiano (dopo l'introduzione delle modifiche proposte), e dimostra che l'efficacia delle

modifiche di cui al punto precedente dipende dalle misure che il governo è disposto a porre in essere per incentivarne l'utilizzo.

A questa sezione introduttiva ne seguono altre quattro. Le prime tre fanno riferimento ai punti enunciati sopra, l'ultima conclude il lavoro riassumendone i risultati più importanti.

## **2. Le società di capitali e la previsione di un capitale minimo: il modello comunitario e quello statunitense.**

L'introduzione in Italia di forme alternative di sottoscrizione del capitale rispetto al suo versamento in denaro o in natura deve essere valutata alla luce del più ampio dibattito internazionale attualmente in corso in relazione alle funzioni del capitale nelle società ed alla opportunità di una disciplina imperativa concernente la sottoscrizione del capitale minimo ed il suo mantenimento nel corso della vita sociale.

Il dibattito è molto articolato e complesso, ma ai fini del presente studio basterà sunteggiare le soluzioni fondamentali adottate in Europa e negli Stati Uniti richiamando le principali argomentazioni giuridiche ed economiche che le supportano.

A) L'ordinamento comunitario si fonda sull'adozione della impostazione tradizionale per cui il conferimento di un valore minimo costituisce un elemento fondamentale del procedimento costitutivo delle società di capitali e pertanto sin dalla seconda direttiva è stata introdotta una serie di norme imperative intese a determinare l'ammontare minimo del capitale che deve necessariamente essere sottoscritto, ed in percentuale quello da versarsi, al momento della costituzione.

In tale quadro al capitale si attribuiscono almeno tre funzioni essenziali:

- a) Il capitale sociale integra una tutela dei creditori, in quanto l'ordinamento societario è improntato a garantire la sussistenza di un valore patrimoniale almeno pari al capitale offrendo quindi, almeno in tale misura, la possibilità ai terzi di soddisfare le proprie pretese nei confronti della società.
- b) Il capitale sociale offre una tutela dei soci, poiché i loro diritti patrimoniali sono correlati alla titolarità di quote di capitale. In particolare, la sottoscrizione di una quota di capitale è il necessario presupposto per l'acquisizione della qualità di socio ed è condizionata all'effettuazione di un conferimento almeno pari al valore nominale della quota, cosicché il capitale garantisce i soci da operazioni di svuotamento della loro posizione patrimoniale.
- c) La natura e l'entità dei diritti patrimoniali ed amministrativi dipendono dalla natura e dal numero delle quote di capitale sottoscritte, consentendo così ai soci una agevole ricostruzione delle rispettive posizioni soggettive. Il capitale costituisce quindi il parametro per la determinazione dei diritti dei soci.

Una quarta possibile funzione è oggetto di dibattito. Ci si chiede, infatti, se debba o meno prevedersi imperativamente che il capitale nominale sia congruo rispetto alle esigenze di finanziamento dell'impresa condotta dalla società. In realtà, allo stato, la mera indicazione di un valore minimo fisso,

per le società per azioni, nella seconda direttiva e l'assenza di qualsiasi previsione per le altre società di capitali, impone di escludere che il legislatore comunitario abbia inteso correlare il concetto di capitale con l'entità di risorse finanziarie presumibilmente necessarie per la conduzione dell'impresa.

Il perseguimento delle indicate finalità ha comportato l'inserimento nelle direttive comunitarie di una articolata serie di disposizioni. Tali finalità costituiscono o integrano la *ratio* oltre che, ovviamente, della norma imperativa in tema di capitale minimo, di parte delle prescrizioni in tema di stima dei conferimenti, di correlazione tra conferimenti e capitale, di azioni proprie e delle società controllate, di procedimento per la variazione del capitale, di impostazione del bilancio, di distribuzione degli utili, nonché delle sanzioni, in senso lato, conseguenti alla riduzione del patrimonio al di sotto del capitale statutario e legale, e delle disposizioni sanzionatorie previste per la violazione delle predette disposizioni imperative.

La disciplina è dettata esclusivamente per le società per azioni, o meglio, per i tipi societari nazionali richiamati nell'allegato alla direttiva, cui deve aggiungersi ormai la società europea. Ciò ha consentito di evidenziare un diverso atteggiamento dei legislatori nazionali rispetto alle finalità perseguite a livello comunitario. In alcuni ordinamenti, infatti, l'impostazione adottata per le società per azioni è stata considerata degna di estensione a tutte le società di capitali; in altri, al contrario, la disciplina delle società a responsabilità limitata o comunque dei tipi societari non assoggettati alla direttiva si caratterizza per la svalutazione della funzione attribuita al capitale<sup>3</sup>. La s.r.l. italiana, pur essendo stata caratterizzata, fino alla recente riforma, per l'ampio richiamo della disciplina propria della s.p.a., quanto al capitale adotta una posizione intermedia, poiché l'importo di venti milioni (ora diecimila euro) di capitale è largamente inferiore a quello richiesto per la s.p.a., ma, quantomeno in origine, non era privo di rilievo economico.

B) L'impostazione del diritto societario statunitense in tema di capitale si è caratterizzata per il radicale mutamento di rotta operato a seguito dell'approvazione del Revised Model Business Corporation Act nel 1980 e confermato dall'Uniform Limited Liability Company Act del 1996. Il concetto di capitale è stato abbandonato e con esso anche l'utilizzazione del capitale quale parametro per i conferimenti dei soci e per la distribuzione di utili, e quindi quale cardine della disciplina dei diritti e delle responsabilità dei soci e dei *directors*.

In sostanza, nel modello societario statunitense è rimesso ai soci e agli amministratori determinare di volta in volta l'ammontare dei conferimenti necessari ed i diritti connessi alla loro effettuazione, con ampia libertà di regolamentare le posizioni individuali rispetto sia alle pretese patrimoniali sia ai poteri amministrativi.

---

<sup>3</sup> La differente impostazione di fondo emerge sintomaticamente confrontando il diverso ammontare di capitale minimo previsto per le società di capitali non assoggettate alla seconda direttiva. La radicale contrapposizione tra l'impostazione inglese in cui non è richiesta la sottoscrizione di un capitale minimo per le private limited companies e quella danese caratterizzata da un capitale cospicuo (200.000 DKR) è stata anche all'origine di un'utilizzazione strumentale del tipo societario inglese che è stata oggetto di una nota pronuncia della Corte di Giustizia (Corte di Giustizia, 9 marzo 1999, C 212-97, Centros Ltd / Erhvers- og Selskabsstyrelsen).

Di fatto, sia per le LLC sia per le *corporations* non vi è necessità che un patrimonio minimo sia posseduto dalla società affinché questa possa essere registrata e cominciare ad operare, restando rimessa individualmente ai creditori la creazione di adeguate forme di garanzia della solvibilità della società.

La disciplina della distribuzione degli utili è stata poi impostata su un nuovo parametro, il cosiddetto “Equity Insolvency Test”, che consiste nel subordinare qualsiasi attribuzione patrimoniale ai soci alla verifica preventiva che, effettuati tali esborsi, la società sia in grado di pagare i debiti che potranno sopravvenire nell’ordinario svolgimento dell’attività e che il patrimonio sociale non risulti inferiore alla somma dei debiti e dei diritti di rimborso privilegiato vantati dai soci<sup>4</sup>.

Nella concezione statunitense, dunque, le funzioni che tradizionalmente si riconnettono al concetto di capitale sociale ed alla determinazione di un suo ammontare minimo sono ritenute prive di pregio ovvero perseguite con strumenti giuridici diversi.

Riprendendo l’enumerazione sopra proposta, la tutela dei creditori è perseguita mediante le norme di trasparenza in materia contabile e vietando attribuzioni patrimoniali a favore dei soci, qualora a seguito delle stesse si prospetti il rischio di incapienza del patrimonio sociale rispetto alle obbligazioni assunte o che, secondo l’ordinario svolgimento dell’attività, dovranno essere assunte dalla società. D’altronde, l’ordinamento statunitense rimette agli stessi creditori la determinazione degli specifici strumenti negoziali di garanzia rafforzata rispetto a quella così offerta nella convinzione che quella contrattuale resti la soluzione economicamente più efficiente.

Nella stessa ottica, le funzioni tradizionalmente attribuite al capitale rispetto alla posizione dei soci sono radicalmente svalutate: l’opportunità di disporre di un parametro legale di determinazione dei diritti di partecipazione economica ed amministrativa alla società viene ritenuta insufficiente e recessiva rispetto al beneficio offerto dalla libertà di regolamentare attraverso gli statuti tali profili in relazione alle specifiche caratteristiche ed esigenze della società e della sua compagine. Conseguentemente, si riconosce ampia libertà nella determinazione del conferimento richiesto a fronte dell’attribuzione dei titoli partecipativi e nella sua valutazione economica, l’attribuzione dei diritti dei soci non è correlata alla quota di partecipazione possedute, non viene riconosciuto *ex lege* ai soci il diritto di prelazione e viene rimesso ai membri del *board of directors* il potere di emettere titoli. E’ evidente, quindi, che all’abolizione del capitale si accompagna anche una diversa distribuzione dei poteri degli organi sociali, con un’accentuazione dei poteri dell’organo amministrativo rispetto all’assemblea dei soci.

---

<sup>4</sup> L’Equity Insolvency Test è disciplinato dall’art. 6.40 del Revised Model Business Corporation Act ed è ripreso in termini simili da gran parte delle legislazioni statali. Tra queste si segnala il California Corporation Code (§ 500) che ha recepito una versione rafforzata del test subordinando la distribuzione dei dividendi ad un rapporto pari ad 125% del valore degli *assets* rispetto all’ammontare dei debiti; per le società che distinguono gli *assets* in *fixed* e *current* è poi previsto un ulteriore rapporto minimo tra tali due valori ed i corrispondenti valori delle *liabilities*. E’ ancora da segnalare che lo stesso Code nell’applicazione del test esclude dal valore degli *assets* le seguenti poste: *goodwill*, *capitalised research and development expenses*, *deferred charges*.

C) L'impostazione statunitense è sostenuta dalla convinzione complessiva dell'inefficacia/inefficienza dello strumento giuridico del capitale minimo per far fronte alle funzioni che gli sono dogmaticamente riconosciute.

Si ritiene, in primo luogo, assolutamente inadeguato lo strumento del capitale per garantire i creditori, in quanto l'ammontare minimo legislativamente richiesto è modesto e comunque non commisurato all'esposizione debitoria della società. Inoltre, la correlazione tra l'acquisizione della qualità di socio e la sottoscrizione di una quota di capitale costituirebbe un vincolo piuttosto che un beneficio, riducendo considerevolmente le possibilità per i soci di effettuare conferimenti anche atipici e di regolamentare le rispettive posizioni giuridiche in modo anche non direttamente corrispondente alla titolarità di quote di capitale: possibilità che verrebbe solo parzialmente compensata con l'emissione di categorie di titoli di partecipazione dotate di peculiari diritti economici ed amministrativi. Alla disciplina del capitale sono poi connesse una serie di disposizioni imperative in tema di stima dei conferimenti, di azioni proprie, di bilancio, il cui rispetto sarebbe ingiustificatamente oneroso per le società.

Infine, l'imposizione di un capitale minimo comporterebbe un'utilizzazione inefficiente delle risorse, in quanto implica un impegno finanziario dei soci ed un proporzionale conferimento, anche in assenza di una concreta ed immediata esigenza di risorse da parte della società.

Allo stato la riflessione operata in sede comunitaria anche alla luce dell'orientamento statunitense, al di fuori delle opinioni di singoli studiosi, non ha condotto ad un radicale ripensamento dell'impostazione, ovvero all'adozione di una prospettiva di abbandono del capitale quale elemento necessario del negozio societario.

Piuttosto, tende ad emergere la volontà di un assottigliamento degli oneri e dei vincoli connessi alla formazione del capitale, attraverso interventi normativi di contorno che non inficino l'impostazione generale del sistema. Degne di segnalazione appaiono in particolare le indicazioni offerte dallo SLIM (Simpler Legislation for the International Market) Group intese a semplificare le procedure di stima dei conferimenti ed a ridurre i divieti all'emissione di azioni redimibili o al finanziamento da parte della società per l'acquisto di azioni proprie e, da ultimo, nel cosiddetto Rapporto Winter.<sup>5</sup>

In un'ottica di riduzione dei vincoli e degli oneri connessi con una disciplina incentrata sul mantenimento del capitale sociale e della previsione di un suo ammontare minimo si collocano anche alcuni recenti interventi normativi operati dal legislatore italiano.

### **3. Le finalità della riforma di cui all'art. 6 della legge n. 383/2001.**

#### 3.1. Finalità

La modifica alla disciplina del versamento delle società di capitali è contenuta nella legge denominata “primi interventi per il rilancio dell’economia”. Essa si inserisce quindi in una congerie di misure di varia natura (fiscale, amministrativa, contributiva) esplicitamente finalizzate a favorire l’impianto e lo sviluppo di iniziative imprenditoriali. Anche la norma in commento deve pertanto essere letta, interpretata e valutata in tale prospettiva.

Più specificamente, come si legge nella relazione al disegno di legge che ha condotto alla riforma, la norma in commento trarrebbe origine dalla constatazione del mutamento della funzione del capitale sociale: quest’ultimo tenderebbe a trasformarsi da strumento di finanziamento a fondo di garanzia per i terzi ovvero a “parametro basico” su cui commisurare alcune tipiche operazioni societarie. Il fenomeno è ricondotto nella relazione all’emergere del ruolo delle *new properties* come patrimonio strategicamente rilevante nell’economia contemporanea, con la conseguente possibilità dell’insorgere di imprese i cui *assets* principali sono costituiti da “idee” e che sono quindi in grado di iniziare ad operare con ridottissime risorse finanziarie<sup>6</sup>. La relazione motiva quindi la novella con l’intento di evitare che la “bassa capitalizzazione societaria” (ovvero la bassa disponibilità iniziale di capitali) ostacoli la nascita di imprese che, industrialmente, non hanno bisogno di “mezzi propri” come strumento di finanziamento. Se si è ben inteso, quindi, scopo della normativa sarebbe quelle di abbattere o ridurre i costi che si ritengono imposti dallo strumento normativo, nella specie dalla disciplina delle società di capitali, in assenza di una corrispondente effettiva esigenza finanziaria.

Tra questi un costo potenzialmente “superfluo” sarebbe individuabile nel capitale, ovvero nella privazione imposta ai soci del quantum patrimoniale corrispondente al capitale che essi debbono sottoscrivere o, forse, *rectius*, versare. In effetti, l’esame della innovazione normativa alla luce delle finalità esplicitate nella relazione al progetto di legge pone un primo dubbio interpretativo. Visto l’intento di riduzione dei costi di “accesso” allo strumento della società di capitali, è corretto il richiamo al capitale sottoscritto, dovendosi considerare come un costo, di cui si auspica l’abbattimento o quantomeno la riduzione, anche la mera assunzione dell’obbligo di versamento, ovvero la norma va intesa restrittivamente con riferimento al versamento del capitale sottoscritto? In quest’ultimo senso

---

<sup>5</sup> Il cosiddetto “Rapporto Winter”, che prende nome dal presidente della Commissione Consultiva che l’ha elaborato, è intitolato “*A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultation Document of the High Level Group of Company Law Experts*” ed è apparso nell’aprile 2002.

<sup>6</sup> Per inciso il fenomeno sembra dovuto oltre che ad un’evoluzione delle forme di esercizio dell’attività imprenditoriale, anche alla tendenziale estensione di strumenti giuridici già tipicamente riservati all’impresa, quale lo strumento societario, ad attività che nella concezione tradizionale fuoriescono dall’ambito dell’impresa, tra cui le attività di lavoro autonomo anche professionale; si consideri esemplificativamente la recente legge sulle società di avvocati.



sembrano militare alcune indicazioni emerse nel corso dei lavori preparatori che proponevano la predetta sostituzione terminologica.<sup>7</sup>

Prima di affrontare, tale quesito ermeneutico, insieme agli altri numerosi che la novella propone, occorre subito evidenziare il rapporto che emerge dalla relazione al progetto di legge tra la novella italiana e la contrapposizione tra i due modelli normativi sopra succintamente richiamati rispetto all'opportunità o meno di imporre un capitale minimo alle società di capitali con il complesso di regole imperative che ne conseguono. L'intento del legislatore italiano non sembra quello radicale di "cambiare campo", rigettando il dogma del capitale minimo. Certamente alcune delle considerazioni che hanno condotto il legislatore italiano alla riforma sono condivise dalla *doctrine* nordamericana: così, ad esempio, la presa d'atto del mutamento delle funzioni essenziali del capitale e della nuova articolazione degli *assets* fondamentali delle imprese, non più solo patrimoniali nel senso tradizionale del termine. Tuttavia, proprio richiamando le funzioni "residue" del capitale, la relazione e lo stesso testo normativo, sia pure incidentalmente, rammentano quella di garanzia dei creditori (senza peraltro specificare a quali categorie di creditori ci si intenda riferire), implicitamente ribadendo quindi l'argomento fondamentale che, da un lato, supporta l'imposizione di un capitale minimo nella disciplina comunitaria e che, invece, il Revised Model Business Corporation Act statunitense ha respinto, aprendo la strada ad una radicale reimpostazione del diritto societario incentrata sulla obliterazione dell'istituto del capitale minimo legale.

Ciò premesso occorrerà verificare, previo approfondimento del significato e della portata della novella, la coerenza e l'efficacia, oltre che l'efficienza, della peculiare soluzione italiana rispetto a finalità economiche proprie di un modello normativo diverso da quello cui il nostro ordinamento continua ad aderire.

### 3.2. Problemi interpretativi, dogmatici ed applicativi.

L'art. 6 della Legge n. 383/2001 introduce la possibilità di sostituire, in tutto o in parte, la "sottoscrizione" del capitale delle società per azioni, in accomandita per azioni e delle società a responsabilità limitata con la stipula di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria. Il completamento della novella è rimesso ad un emanando Decreto del Presidente del Consiglio che individui le forme di equivalenza tra polizza e fideiussione bancaria e capitale sottoscritto "in quanto fondo di garanzia e parametro operativo". Infine si delimita la sfera di applicazione della novella escludendo che possano fruirne le banche, gli altri enti e le società finanziarie di cui all'art. 1 del D. Lgs. n. 87/1992 e le imprese di assicurazione.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Cfr. il parere della Commissione Giustizia del Senato (relazione n. 373, estensore Consolo).

<sup>8</sup> Il testo della norma intitolata "Nuove disposizioni in materia di sottoscrizione del capitale sociale" è il seguente: "1. La sottoscrizione del capitale delle società per azioni, delle società in accomandita per azioni e delle società a responsabilità limitata può essere, in tutto o in parte, sostituita dalla stipula di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria. Le forme di equivalenza tra polizza o fideiussione stipulate e

La norma pone rilevanti problemi esegetici e, a seconda dell'interpretazione accolta, anche sistematici, problemi che appare interessante affrontare anche in un'ottica pluridisciplinare proprio in considerazione delle finalità squisitamente economiche che sembrano aver dato fondamento all'intervento normativo.

Sul piano sistematico, occorre sottolineare subito che, come si evince dal testo dell'articolo, la norma introduce una mera facoltà per i soci e quindi l'impianto generale dell'istituto della sottoscrizione del capitale resta intatto, salvo a ritenere che la facoltà così introdotta non si tradurrà di fatto, per la sua appetibilità, ipoteticamente eccezionale, nella prassi comune, così da soppiantare le forme con cui finora esso si è realizzato.

La facoltatività del nuovo regime giuridico assume anche un rilievo interpretativo. Posto che l'intero intervento normativo è impostato sul fine esplicito di favorire l'impianto e l'utile esercizio dell'attività imprenditoriale, l'interpretazione del nuovo regime giuridico dovrà essere coerente con tale fine, risultando logicamente incongrua una interpretazione che si traduca nella antieconomicità del sistema.

Venendo ai profili di maggiore problematicità, occorre in primo luogo chiedersi in che senso debba intendersi l'introdotta fungibilità tra un negozio giuridico quale la sottoscrizione del capitale e la stipula di una polizza assicurativa o di una fideiussione bancaria. Si è già osservato che nel corso dei lavori parlamentari è emersa l'opportunità di sostituire il termine "sottoscrizione" con quello di "versamento"; la riformulazione non è stata, però, effettuata e, quindi, prima di proporre una interpretazione della norma che si fondi su una ipotizzata svista del legislatore, conviene verificare entro che limiti il testo approvato possa essere utilmente interpretato. E' di tutta evidenza che la prestazione di una garanzia non possa sostituire la complessità di effetti che conseguono alla sottoscrizione del capitale sociale.

Con tale negozio infatti il socio, a fronte dell'obbligazione di versamento del conferimento, acquisisce la titolarità delle posizioni giuridiche attive connesse alla sua qualifica di socio. In fase costitutiva la sottoscrizione del capitale è parte integrante del negozio societario, cosicché non è possibile qualificare un soggetto quale socio senza che abbia sottoscritto una o più azioni o quote sociali. Il significato della sottoscrizione è analogo in fase di aumento di capitale, poiché la mancata sottoscrizione dello stesso preclude l'acquisizione di tutte le posizioni giuridiche attive e passive connesse con la titolarità delle partecipazioni di nuova emissione.

Ciò premesso, è evidente che non ha senso alcuno sostituire *in toto* la sottoscrizione del capitale con negozi aventi funzioni di garanzia o di copertura di rischio (qui di un esborso economico). Tali negozi, logicamente, non possono che supplire ad una soltanto delle funzioni della sottoscrizione, ovvero all'assunzione dell'obbligo di effettuare un determinato conferimento in denaro, in natura, o, se ammesso, mediante prestazione d'opera o di servizi. Appare quindi giustificato il rilievo sollevato nel

---

capitale sottoscritto, in quanto fondo di garanzia e parametro operativo, sono determinate con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri. Sono esclusi da questa facoltà le banche e gli altri enti di società finanziari indicati nell'articolo 1 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, e successive modificazioni, nonché le imprese di assicurazione".

corso dei lavori preparatori in ordine alla inopportunità dell'utilizzazione del termine "sottoscrizione", quale alternativa alla prestazione delle garanzie.

La distinzione terminologica induce, però, ad un approfondimento esegetico. Attesa la natura dei negozi proposti in alternativa alla "sottoscrizione del capitale", viene da chiedersi se il socio resti obbligato o meno in proprio, in via diretta o in via di regresso da parte del fideiussore o dell'assicuratore; o, ancora più radicalmente, se l'obbligo di versamento da parte del socio non sussista anche nel nuovo regime, che si caratterizzerebbe per il cumulo dell'obbligazione del socio con l'obbligazione del fideiussore o dell'assicuratore solo nelle ipotesi di inadempimento del primo o, peggio, di insolvenza del socio. In altri termini, il conferimento della fideiussione o della polizza assicurativa, liberano il socio da qualsiasi ulteriore obbligazione rispetto alla società, ovvero costituiscono rapporti giuridici che accedono ad un'obbligazione principale?

Si pone qui, a fianco del problema esegetico, un quesito economico – giuridico, nel senso che l'opzione per l'una o l'altra interpretazione può incidere decisamente sulla valenza della novella. Infatti, se la prestazione della polizza o della fideiussione consentono di abbattere un costo immediato a fronte di un premio, senza ulteriori rischi, l'utilità dell'istituto potrebbe essere significativa; se, invece, quando gli amministratori richiedessero il versamento del capitale sottoscritto, il socio dovesse ritenersi tenuto a pagare o comunque a rifondere quanto versato dall'assicuratore o dal fideiussore, l'utilità dell'istituto sarebbe infinitamente minore, limitandosi ad una mera posticipazione dell'onere. In questa seconda ottica, poi, sostanzialmente priva di beneficio per il socio risulta l'utilizzazione della polizza o della fideiussione rispetto alla quota del capitale che non deve essere immediatamente versata. Con il regime codicistico infatti il socio non sostiene alcun onere per la sottoscrizione della quota di capitale che non è tenuto a versare immediatamente; pertanto non avrebbe senso economico gravarsi di un onere aggiuntivo, pari al costo della garanzia o al premio dell'assicurazione, in assenza di norme imperative in tal senso.

La logica economica indurrebbe ad un'interpretazione che massimizzi i benefici dell'istituto e sostiene quindi l'ipotesi esegetica per cui il "conferimento" della polizza o della fideiussione libererebbero il socio da qualsiasi ulteriore obbligazione. Tuttavia, l'utilizzazione di istituti civilistici tipizzati, non può che implicare il richiamo degli elementi essenziali della disciplina che li caratterizza.

Pertanto, deve escludersi in radice la possibilità di configurare un rapporto fideiussorio in assenza di un'obbligazione principale e l'accessorietà che lega il primo alla seconda esclude ordinariamente che quello possa persistere una volta che questa venga meno. Così, nel caso di prestazione di garanzia fideiussoria deve ritenersi persistere l'obbligo di conferimento del socio e conseguentemente, da un lato, la possibilità di rivalsa del fideiussore sull'obbligato principale, dall'altra l'estinzione dell'obbligazione fideiussoria al venir meno dell'obbligazione principale (ad esempio, l'estinzione parziale della garanzia in caso di riduzione esuberante capitale). Tale interpretazione appare sistematicamente ineluttabile, anche se fortemente riduttiva nel significato economico dell'istituto, limitandone la presumibile sfera d'applicazione alla quota di capitale che deve essere immediatamente

versato. Inoltre, poiché l'art. 9 della seconda direttiva impone per le s.p.a. il versamento immediato del 25% del capitale sottoscritto (fattispecie questa cui difficilmente può assimilarsi la fideiussione), la possibilità di garantire il capitale mediante fideiussione rischia di essere concretamente confinata alla sola quota da "versarsi" immediatamente nelle s.r.l..

D'altronde, anche l'ipotesi di prestazione di una polizza assicurativa non è priva di elementi di problematicità logico-sistematica, imponendo di individuare nel rapporto societario un rischio che giustifichi il ricorso al negozio assicurativo. Il rischio deve logicamente configurarsi nella necessità di adempiere all'obbligo di versamento nella misura del capitale sottoscritto; ma l'adempimento di tale obbligo, a tutt'oggi, non è condizionato da eventi oggettivi o da precisi presupposti giuridico-economici; gli amministratori hanno infatti piena libertà di richiamare in tutto o in parte i decimi non versati per far fronte alle esigenze della società. Persistendo tale potere degli amministratori il rischio di esborso dell'assicuratore diviene non statisticamente prevedibile e quindi tecnicamente insuscettibile di assicurazione. Per consentire "viabilità" all'istituto dovrebbero allora mutarsi i presupposti in presenza dei quali l'assicuratore sia tenuto ad effettuare l'esborso (ad esempio, solo in caso di fallimento della società), ma ciò comporterebbe una contrazione grave delle possibilità per gli amministratori di attingere ai fondi propri, di fatto creando difficoltà finanziarie nella fase di avvio della società e quindi contravvenendo al fine ultimo della novella che, come già esplicitato, è proprio quello di agevolare l'avvio di nuove imprese in forma societaria. Quanto poi all'assicurazione del rischio di versamento della quota di capitale che non deve essere immediatamente versata, valgono sia i rilievi già sollevati in tema di fideiussione (la polizza costituisce un ingiustificato onere aggiuntivo) sia quelli in tema di ingestibilità del rischio, risultando l'istituto difficilmente apprezzabile. Rispetto alle obbligazioni del socio in caso di assicurazione si possono immaginare due alternative: nella prima il socio è tenuto al conferimento in tutte le ipotesi non coperte dall'assicurazione restando così esposto alle richieste degli amministratori; nella seconda nessuna obbligazione persisterebbe in capo al socio, fatte salve quelle derivanti dal rapporto assicurativo. Tale seconda interpretazione è certamente più logica, ma implica un ripensamento della stessa definizione dell'istituto societario, comportando la sostanziale rimozione di un elemento essenziale del negozio societario così come attualmente configurato: il conferimento diretto del socio, sebbene di modesta entità.

Prima di passare al tentativo di costruzione di un modello complessivo della funzione del capitale sociale e delle possibili influenze operate con l'introduzione della garanzia o assicurazione del suo versamento, si segnala che nella riforma complessiva delle società di capitali nel novellato art. 2464 c.c. vengono riproposte la fideiussione e l'assicurazione di cui sopra con alcune differenze degne di nota. In primo luogo, l'istituto è limitato alle s.r.l., presumibilmente a seguito della presa d'atto che un tale regime non può essere applicato alla quota di capitale delle s.p.a. che la seconda direttiva impone di versare immediatamente, mentre scarsa utilità esso assume per il conferimento del capitale

sottoscritto ma non immediatamente versato<sup>9</sup>. In secondo luogo, la fideiussione o la polizza possono sostituire “il versamento” della quota di capitale da corrispondersi al momento della sottoscrizione (salva la facoltà del socio di sostituire in qualsiasi momento la fideiussione o la polizza con il versamento in denaro) e inoltre si consente che il socio effettui il conferimento mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o di un fideiussione bancaria con cui vengono garantiti, per l'intero valore ad essi assegnato, gli obblighi assunti dal socio aventi per oggetto la prestazione d'opera o di servizi a favore della società (fatta salva la facoltà del socio di sostituire in qualsiasi momento la fideiussione o la polizza con il versamento a titolo di cauzione di un corrispondente importo in denaro). Tale norma è doppiamente significativa. Da un lato, sistematicamente conferma quanto sopra sostenuto, ovvero che la prestazione della fideiussione o della polizza non si sostituiscono alla prestazione del socio, bensì coprono la società dal rischio del suo inadempimento. Dall'altro, offrono nuova linfa all'istituto, introducendo la possibilità anche nelle s.r.l. il conferimento d'opera o di servizi, purché garantito da fideiussione o da polizza assicurativa (ovvero da cauzione). Quest'ultima sembra dunque costituire l'ipotesi in cui l'istituto potrebbe assumere maggior significato ed utilizzazione, posto che abilita il socio ad effettuare un tipo di conferimento altrimenti impossibile; d'altronde, come già segnalato, la fideiussione o la polizza assicurativa in sostituzione dell'obbligo di versamento immediato (che nelle s.r.l. secondo la novella sarà limitato ad € 2.500), ma con la persistenza dell'obbligazione di regresso nella fideiussione e con le difficoltà tecniche sopra illustrate per il contratto assicurativo, appaiono di assai dubbio interesse pratico.

Tra le ipotesi concrete di possibile applicazione dell'istituto figura anche quella delle s.r.l. unipersonali poiché il socio unico è tenuto al versamento integrale del capitale sin dalla costituzione. La possibilità di conferire una fideiussione o una polizza assicurativa potrebbe quindi ridurre il disincentivo che tale norma imperativa pone a carico delle s.r.l. unipersonali limitando così il ricorso alla intestazione fittizia per la costituzione di una s.r.l. ordinaria meramente finalizzata ad evitare l'immediato esborso integrale del capitale sottoscritto.

#### **4. Analisi economica**

In senso generale, il fine ultimo della proposta di riforma sul diritto societario è quello di favorire la costituzione di nuove imprese attraverso un'attenuazione delle norme che impongono lo stanziamento di un capitale iniziale o il mantenimento di un capitale minimo per lo svolgimento dell'attività produttiva. Tuttavia, se da una parte si ritiene che tali norme possano frenare lo slancio

---

<sup>9</sup> L'art.6 della legge n.383 del 2001 non risulta esplicitamente abrogato, ma il tenore del novellato secondo comma dell'art. 2342 c.c. (“Alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il 25% dei conferimenti in danaro o, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare”) risulta logicamente contraddittorio con l'applicazione della previsione di cui all'art. 6 della legge n. 383 del 2001. D'altronde, il divieto di conferimenti a mezzo di prestazioni d'opera o di servizi preclude anche la residua possibile funzione della fideiussione o della polizza assicurativa rispetto alla quota di conferimenti non immediati. Come si dimostrerà, il ricorso ad una fideiussione o ad una polizza assicurativa in relazione alla quota del capitale che non è necessario versare immediatamente è privo di senso economico-giuridico.

imprenditoriale, soprattutto in quei settori in cui le idee contano più del capitale fisicamente impiegato, dall'altra si riconosce che il capitale, iniziale o minimo che sia, svolge un ruolo rilevante di garanzia per i terzi che prescinde dal suo diretto utilizzo nell'attività produttiva.

In virtù di queste considerazioni, la proposta di riforma, pur ponendosi nell'ambito della disciplina europea, ampiamente discussa nelle sezioni precedenti, tenta di ridurre il costo opportunità dovuto all'immobilizzazione delle risorse, introducendo la possibilità di pratiche assicurative o fideiussorie; quindi, seppure fortemente radicata nella normativa europea, la proposta di riforma colloca il diritto societario italiano in una posizione intermedia.

Nelle sezioni che seguono si analizzano il modello statunitense, quello europeo e quello italiano. Dopo aver messo in evidenza le differenze tra i tre modelli, si dimostra che l'introduzione di contratti assicurativi (o di fidejussioni) come possibili sostituti del versamento iniziale è efficace solo nel caso in cui ci sia la disponibilità del policy maker ad incentivare tali pratiche sussidiando l'offerta di tali contratti. In caso contrario, tali contratti non verranno offerti dalle compagnie di assicurazione e nessuno potrà farne uso.

Queste tesi vengono provate utilizzando un modello del mercato del credito in cui l'informazione è asimmetrica, e le banche e le compagnie di assicurazione sono competitive. Tale modello, descritto di seguito, è volutamente semplice perché deve fornire indicazioni di massima e permettere estensioni e generalizzazioni.

Inoltre, vale la pena puntualizzare subito che una delle ipotesi di base del modello è che le banche non razionano la quantità di credito da erogare alle imprese, ma concedono fondi a tutti modulando il livello dei tassi di interesse sull'ammontare di garanzie fornite dai richiedenti. Si vuole in questo modo rappresentare una realtà il più possibile vicina a quella italiana in cui il ruolo delle garanzie è preponderante rispetto al *monitoring* dei progetti di investimento.

## 5. Il modello economico

Le ipotesi di base e la notazione del modello sono le seguenti:

1. esiste un universo di imprese con vincoli di liquidità che chiedono in prestito il capitale necessario  $K$  per intraprendere i loro progetti di investimento a banche che agiscono in un mercato perfettamente concorrenziale;
2. tali imprese possono essere di due tipi; in particolare, possono portare a termine con successo i loro progetti di investimento o con probabilità  $p_h$  o con probabilità  $p_l$ ; poiché si assume che  $p_h$  sia maggiore di  $p_l$ , si definisce buona l'impresa del primo tipo e cattiva quella del secondo; la probabilità che l'impresa sia del primo tipo è  $\lambda$ , quella che sia del secondo è  $(1-\lambda)$ ; inoltre, indipendentemente dal tipo, alcune imprese hanno a disposizione garanzie reali, altre no;
3. le imprese conoscono il loro tipo; le banche, invece, non sanno di quale tipo sia l'impresa che sta chiedendo loro il prestito;

4.  $II$  è il ricavo che le imprese ottengono se portano a termine con successo il proprio progetto di investimento; qualora, invece, non riuscissero a portare a termine con successo tale progetto, il loro ricavo sarebbe pari a zero;
5.  $R$  è il tasso di interesse che le imprese devono pagare alle banche per il prestito di  $K$ ; le banche, a loro volta, pagano una somma  $t$  per la raccolta;
6.  $C$  è l'ammontare di garanzia reale che le imprese decidono di offrire alla banca nel momento in cui richiedono il prestito di  $K$ .

In questo modello, nonostante siano presenti eventi casuali, non è necessario specificare le previsioni (*beliefs*) degli agenti poiché quelli non informati (le banche) agiscono per primi e quello informato (l'impresa) non modifica le proprie previsioni basandosi sulle azioni dei primi. E' da notare che, data la struttura temporale del modello, non è necessario invocare alcun tipo di razionalità sequenziale (*perfection*) per descrivere le strategie ottimizzanti.

In altre parole, il modello descritto è un modello di *screening* con un segnale continuo (la garanzia  $C$ ). In questo tipo di modelli non esistono equilibri di *pooling* e sfortunatamente anche gli equilibri di separazione (*separating*) potrebbero mancare. Tuttavia, qualora un equilibrio di separazione esistesse, esso sarebbe unico.

### 5.1. Il sistema statunitense

Con riferimento al sistema statunitense, date le ipotesi (i)-(vii), è possibile descrivere l'unico possibile equilibrio di separazione.

Formalmente, le banche offrono una serie di contratti  $\{C, R\}$  per massimizzare:

$$p_i(R_i K) + (1-p_i)(C_i - K) - tK \quad i=h,l$$

e l'impresa, a sua volta, sceglie uno dei contratti  $\{C, R\}$  per massimizzare:

$$p_i(II - K - R_i K) - (1 - p_i)(C_i) \quad i=h,l.$$

Alla luce di ciò, è possibile enunciare e dimostrare il lemma che segue.

**Lemma 1.** *Date le ipotesi (i)-(vii), le imprese buone accettano un contratto  $(C_h, R_h)$  e quelle cattive accettano un contratto  $(C_l, R_l)$  dove:*

$$C_h = C^* = (1+t)K$$

$$R_h(C^*) = [(1-C^*/K)(1-p_h)+t]/p_h$$

$$C_l=0$$

$$R_l(0)=(1-p_l+t)/p_l$$

**Prova:** Basta risolvere il problema della massimizzazione del profitto da parte delle imprese.

Il Lemma 1 descrive l'unico equilibrio di separazione che può scaturire dal modello appena descritto. Ciò che è importante notare è che le imprese cattive decidono di non fornire alcuna garanzia alle banche e preferiscono pagare un tasso di interesse più elevato; le imprese buone, invece, scelgono di offrire  $C^*$  per pagare un tasso di interesse più basso.

In sostanza, le imprese cattive preferiscono rischiare il capitale della banca piuttosto che il proprio (anche a costo di dover pagare un elevato tasso di interesse in caso di successo) poiché hanno una più elevata probabilità di fallire; le imprese buone, invece, consapevoli della loro elevata probabilità di successo, scelgono di pagare un tasso di interesse più basso concedendo alle banche la possibilità di rifarsi sulla garanzia in caso di fallimento.

Questa separazione implica, ovviamente, che anche le imprese buone che non hanno garanzie reali da offrire sono costrette, se vogliono intraprendere il loro progetto di investimento, ad accettare il contratto  $(C_b, R_b)$ .

Dal punto di vista delle banche, l'equilibrio di separazione significa che la varietà di contratti offerti è in grado di indurre una selezione volontaria tra le imprese (*self selection*). Più precisamente, le banche, offrendo contratti che combinano in modo diverso tasso di interesse e ammontare della garanzia, riescono selezionare le imprese in base alla loro rischiosità (cioè, riescono a fare *screening*)<sup>10</sup>.

Ai fini di questo lavoro, occorre notare sin d'ora che, nonostante l'assenza di qualsiasi tipo di imposizione circa l'ammontare di capitale da offrire in garanzia, le imprese buone decidono comunque di offrirne una quantità  $C^* > 0$ . Tale scelta scaturisce esclusivamente dalla loro volontà di massimizzare il profitto e non da obblighi legislativi di alcun genere.

La prova formale del Lemma 1 è consistita semplicemente nello svolgimento di una massimizzazione vincolata. Tuttavia, vale la pena fornire qualche intuizione sul modo in cui tale svolgimento si articola. Nell'intento di massimizzare il proprio profitto, l'impresa deve tenere conto di alcuni vincoli.

In primo luogo, essa deve tenere conto del fatto che le banche desiderano profitti maggiori di zero (*participation constraints*); in verità, data l'ipotesi concorrenza, le banche non fanno extraprofiti. Quindi, i vincoli da soddisfare si riducono all'uguaglianza a zero dei profitti di ciascuna banca:

$$p_h(R_h K) + (1-p_h)(C^* - K) - tK = 0$$

$$p_b(R_l K) - (1-p_l)(K) - tK = 0.$$



Inoltre, i contratti che la banca offre sono strutturati in modo tale che per l'impresa non è conveniente mentire circa la propria probabilità di successo<sup>11</sup>. I vincoli relativi (*incentive compatibility constraints*) sono i seguenti:

$$p_h(\Pi-K-R_hK) \geq p_l(\Pi-K-R_hK) - (1-p_l)(C^*)$$

$$p_h(\Pi-K-R_hK) - (1-p_h)(C^*) \geq p_h(\Pi-K-R_lK)$$

Tenuto conto di tutti questi vincoli<sup>12</sup>, l'unico equilibrio che scaturisce dal modello è quello descritto nel Lemma 1.

Tuttavia, nonostante l'unico equilibrio compatibile con le ipotesi del modello sia quello di separazione descritto nel Lemma 1, ciò non implica necessariamente che tale equilibrio esista. La prova dell'esistenza di tale equilibrio richiede un'ulteriore passaggio logico contenuto nel Lemma 2.

**Lemma 2.** *Date le ipotesi (i)-(vii), l'equilibrio descritto nel Lemma 1 esiste ed è unico se:*

$$\lambda < (p_h - p_l) / (2p_h - p_l - p_h^2).$$

**Prova:** *Basta calcolare il valore di  $\lambda$  che rende l'equilibrio di separazione ottimo per le imprese buone.*

Di nuovo, la prova consiste in un semplice passaggio algebrico. L'intuizione alla base del risultato è che l'equilibrio descritto dal Lemma 1 è il migliore per tutti gli agenti. Più precisamente, non deve esistere un altro contratto non di separazione (*pooling*) che le imprese buone preferiscono a quello di separazione. Ciò implica la necessità per l'equilibrio in questione di soddisfare l'ulteriore vincolo (*nonpooling constraint*) indicato di seguito:

$$p_h(\Pi-K-R_hK) - (1-p_h)(C^*) \geq p_h(\Pi-K-R_pK)$$

dove  $R_p$  è il tasso di interesse del migliore dei contratti *pooling*<sup>13</sup>.

La prossima sezione affronta lo stesso problema di mercato del credito nell'ambito di un sistema in cui esistono vincoli sul capitale, iniziale o minimo.

<sup>10</sup> Ciò è possibile perché per le imprese diverse probabilità di successo implicano diversi saggi marginali di sostituzione tra tasso di interesse e ammontare della garanzia.

<sup>11</sup> E' noto che, sotto condizioni molto generali, i contratti ottimi sono quelli *truth revealing (revelation principle)*. Le banche, quindi, limitano la propria offerta a questo tipo di contratti.

<sup>12</sup> Anche in questo caso, è sufficiente che i vincoli siano soddisfatti con l'uguaglianza.

<sup>13</sup> Ovvero del contratto *pooling* senza garanzia. D'altra parte, se non c'è bisogno di segnalare la propria probabilità di successo, la garanzia diventa un costo superfluo.

## 5.2. Il sistema europeo

In questo caso, oltre alle ipotesi (i)-(vii), assumiamo che:

(viii) le imprese siano obbligate a versare un certo ammontare di capitale che indichiamo con  $V$  per poter esercitare la propria attività.

L'introduzione di tale obbligo impone alle banche di offrire una serie di contratti  $\{C, R\}$  per massimizzare:

$$p_i(RK) + (1-p_i)(C_i + V - K) - tK \quad i=h,l$$

e l'impresa, a sua volta, sceglie uno dei contratti  $\{C, R\}$  per massimizzare:

$$p_i(\Pi - K - RK) - (1-p_i)(C_i + V) \quad i=h,l.$$

Prima di definire il nuovo equilibrio di separazione e di accertarne l'esistenza, è necessario indicare come i vincoli alla massimizzazione descritti nella precedente sezione risentono dell'introduzione dell'obbligo di versamento. In particolare, i *participation constraints* diventano:

$$p_h(R_h K) + (1-p_h)(C^* + V - K) - tK = 0$$

$$p_l(R_l K) + (1-p_l)(V - K) - tK = 0.$$

e gli *incentive compatibility constraints* diventano:

$$p_l(\Pi - K - R_l K) - (1-p_l)V \geq p_l(\Pi - K - R_h K) - (1-p_l)(C^* + V)$$

$$p_h(\Pi - K - R_h K) - (1-p_h)(C^* + V) - d(C^* + V) \geq p_h(\Pi - K - R_l K) - (1-p_h)V$$

E' facile notare che i valori per cui gli *incentive compatibility constraints* sono verificati non cambiano rispetto al caso precedente. Quindi, l'enunciato del Lemma 1 vale anche in questo caso. Più precisamente, si può provare il seguente lemma.

**Lemma 3.** *Date le ipotesi (i)-(viii), le imprese buone accettano un contratto  $(C_b, R_b)$  e quelle cattive accettano un contratto  $(C_c, R_c)$  dove:*

$$C_b = C^* = (1+t)K - V$$

$$R_h(C^*) = [(1 - C/K - V/K)(1 - p_h) + t] / p_h$$

$$C_l = 0$$

$$R_l(0) = [(1 - V/K)(1 - p_l) + t] / p_l$$

**Prova:** Basta risolvere il problema della massimizzazione del profitto da parte delle imprese.

Di nuovo, è necessario verificare che questo equilibrio esista. La condizione necessaria affinché questo avvenga è la seguente (ovvero, deve essere verificato il nuovo *nonpooling constraint*):

$$p_h(H - K - R_h K) - (1 - p_h)(C^* + V) \geq p_h(H - K - R_p K) - (1 - p_h)V$$

Il lemma seguente conclude la sezione.

**Teorema 4.** *Date le ipotesi (i)-(viii), l'equilibrio descritto Lemma 3 esiste ed è unico se*

$$\lambda < (p_h - p_l) / (2p_h - p_l - p_h^2).$$

**Prova:** Basta calcolare il valore di  $\lambda$  che rende l'equilibrio di separazione ottimo per le imprese buone.

### 5.3. Il confronto tra il sistema statunitense e quello europeo.

In un contesto come quello rappresentato dal nostro modello di riferimento, le due soluzioni, che si configurano estreme rispetto a quella contenuta nella proposta di riforma, non inducono comportamenti tra loro diversi.

Prima di tutto, vale la pena considerare i due casi esaminati misurando il benessere complessivo (*welfare analysis*). Come è facile dimostrare, il profitto delle imprese (buone o cattive, con o senza garanzie reali) è lo stesso nel caso europeo ed in quello statunitense poiché le maggiori garanzie prestate nel caso europeo implicano tassi di interesse meno elevati; inoltre, data l'assunzione di concorrenza perfetta nel settore bancario, il profitto delle banche non può che essere uguale a zero in entrambi i casi. Nel complesso, quindi, non è possibile provare se la soluzione con *capital requirements* sia migliore o peggiore di quella senza *capital requirements* nel senso inteso da Pareto.

E' ovvio, però, che questo risultato dipende da una serie di ipotesi che vale la pena discutere.

In primo luogo, gli agenti rappresentati nel modello (imprese e banche) sono neutrali nei confronti del rischio. Rimuovere questa ipotesi ed assumere che le imprese siano caratterizzate da un certo grado di avversione al rischio renderebbe il sistema statunitense desiderabile. Tuttavia, visto che la riforma è

destinata a società a responsabilità limitata, assumere un'avversione al rischio tale da invalidare il risultato di equivalenza descritto in precedenza è senza dubbio una forzatura.

In secondo luogo, nel modello le garanzie non sono costose. Di nuovo, assumere che la destinazione di risorse allo svolgimento della funzione di garanzia sia costosa (ovvero, costo opportunità del *collateral* maggiore di zero) renderebbe il sistema senza *capital requirements* più efficiente.

Infine, in entrambi i casi le imprese che non hanno garanzie reali da offrire sono costrette ad accedere al contratto disegnato per le imprese con più elevato rischio di fallimento, con ovvie conseguenze in termini di efficienza complessiva. Tale situazione risulta ovviamente aggravata nel caso in cui, oltre alle garanzie reali, le imprese devono trovare le risorse necessarie per far fronte ai requisiti legislativi in materia di capitale. In questo senso il sistema statunitense risulta meno penalizzante e la riforma proposta, muovendosi nella direzione di un'attenuazione dei *capital requirements*, potrebbe contribuire, senza sminuire il ruolo di garanzia del capitale sociale, ad un alleviamento dei vincoli di liquidità che molte imprese sono costrette a fronteggiare.

#### 5.4. Il sistema italiano dopo la riforma

Il modello di riferimento deve essere modificato ipotizzando che le imprese possano accedere a contratti di assicurazione offerti da compagnie competitive che, a fronte del pagamento di un premio, rimborsino le banche per l'ammontare  $V$  in caso il progetto di investimento si riveli fallimentare.

E' ovvio che in questo caso il problema di separare le imprese buone da quelle cattive è traslato in parte dalle banche alle compagnie di assicurazione. Queste tenteranno di indurre le imprese a rivelare il loro tipo proponendo contratti con combinazioni diverse di premi e franchigie.

La sequenza di eventi previsti da questa modifica del modello di riferimento, tenuto conto delle modifiche descritte sopra, è la seguente:

- a) il caso determina l'appartenenza dell'impresa al primo o al secondo tipo;
- b) ciascuna compagnia di assicurazione offre un insieme di contratti a tre dimensioni, il danno, il premio e l'ammontare della franchigia  $\{V, L, F\}$ , per separare le imprese buone da quelle cattive;
- c) ciascuna impresa sceglie se stipulare il contratto di assicurazione oppure no; nel caso scelga di assicurarsi, decide l'ammontare della franchigia ed accetta uno dei contratti proposti; nel caso scelga di non assicurarsi, accede ad uno dei contratti descritti nella sezione relativa al sistema europeo;
- d) ciascuna banca, dopo aver osservato il contratto di assicurazione stipulato (o non stipulato) con le compagnie di assicurazione, offre un contratto per le imprese buone ed uno per le imprese cattive  $\{C_i, R_i\}$ ,  $i = h, l$ .

E' possibile dimostrare che nella situazione appena descritta non esiste un equilibrio di separazione (vedi Casagrande e Spallone, 2003). Quindi, per quanto detto in precedenza, non esiste nessun equilibrio. L'intuizione economica di questo risultato è che per rendere i contratti di assicurazione appetibili per le imprese che hanno a disposizione garanzie reali, le compagnie di assicurazione subiscono perdite.

Tuttavia, è possibile che per alleviare i vincoli di liquidità delle imprese lo Stato sia disponibile a sussidiare le compagnie di assicurazione (o ad offrire direttamente la copertura assicurativa). E' possibile dimostrare che tale intervento è in grado di dirigere l'economia verso equilibri Pareto superiori (vedi Casagrande e Spallone, 2003).

In sostanza, quindi, gli effetti economici della riforma proposta, sotto le ipotesi di informazione asimmetrica e di mercati competitivi, dipendono da quanto lo Stato è disposto a spendere per rendere i provvedimenti legislativi efficaci.

## **6. Conclusioni**

I risultati descritti nelle sezioni precedenti sono facilmente riassumibili.

Se c'è informazione asimmetrica e le garanzie svolgono un ruolo importante, il sistema europeo e quello statunitense non si differenziano molto l'uno dall'altro.

I contratti assicurativi non possono sostituirsi a quelli bancari e la loro introduzione non sembra poter avere rilevanti effetti sistemici a meno di un intervento dello Stato a sostegno delle imprese di assicurazione che offrono tali contratti..

A livello aggregato, l'indicazione di *policy* che emerge è che il vero problema da affrontare per favorire l'attività imprenditoriale, soprattutto quel tipo di attività menzionata nella proposta di riforma, è quello di sganciare finalmente il credito dalle garanzie affidandosi all'analisi di fattibilità dei progetti ed al loro costante monitoraggio per ridurre le inefficienze informative.

## Bibliografia

1. AA.VV. (COMPANY LAW WORKING GROUP), *Recommendations on the simplification of the First and Second Company Law Directives*, 1999.
2. AA.VV. (HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS), *A modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A consultative Document of High Level Group of Company Law Experts*, aprile 2002.
3. CASAGRANDE, A. – SPALLONE, M., *Relaxing liquidity constraints for start-ups: a welfare analysis over the revised Italian Corporate Law*, mimeo, 2003.
4. ENRIQUES L. – MACEY, J.R., *Creditors versus capital formation: the case against the european legal capital rules*, Cornell L. R., 86 (2001) e, in versione italiana, Riv. soc., 2002.
5. KÜBLER F., *Institutioneller Gläubigerschutz oder Kapitalmarkttransparenz*, ZHR 159 (1995).
6. KÜBLER F., *Fragen und Wünsche des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts an das Recht der Rechnungslegung*, ZGR, 2000.
7. LUTTER M., *Limited Liability Companies and Private Companies*, in International Encyclopedia of Comparative Law, vol. XIII, Tübingen, 1998.
8. LUTTER M., *Gesetzliches Garantieskapital als Problem Europäischer und Deutscher Rechtspolitik*, AG, 1998.
9. MANNING B. - HANKS J. J. JR., *Legal capital*, New York, 3° ed., 1990.
10. NICCOLINI G., *Il capitale minimo*, Milano, 1981.
11. PORTALE G. B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Riv. soc., 1991.
12. PORTALE G. B., *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, Riv. soc., 2002.
13. RASMUSEN E., *Games and Information*, Blackwell Pub., 1990.
14. ROTHSCCHILD M. – STIGLITZ J., *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information*, Quarterly Journal of Economics, 1976.
15. SCHÖN W., *Gesellhafter-, Gläubiger- und Anlegerschutz in Europäischen Bilanzrecht*, ZGR, 2000.
16. SCHÖN W., *Wer schützt der Kapitalschutz?*, ZHR, 2002.
17. SPENCE A.M., *Job Market Signalling*, Quarterly Journal of Economics, 1973.
18. SPOLIDORO M. S., *Il capitale sociale*, in AA.VV., *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Milano, 1993.
19. STIGLITZ J. – WEISS A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, 1981.
20. STOFFEL W.A., *Abschaffung des Nennkapitalsystems im schweizerischen Aktienrecht?*, SJZ, 2001.
21. WILSON C., *The Nature of Equilibrium in Markets with Adverse Selection*, Bell Journal of Economics, 1980.