



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO

FACOLTA' DI ECONOMIA

Dottorato di Ricerca in
"DIRITTO DELL'ECONOMIA, DEI TRASPORTI E DELL'AMBIENTE"
◆ Ciclo XXIII ◆

*Capitale sociale e garanzie di solvibilità:
società di assicurazioni e Solvency II*

◆ IUS/04 ◆

Tesi di Dottorato di:

AURORA ANSELMO

Il Coordinatore:

Ch.mo Prof. SALVATORE PIRAINO

Il Tutor:

Ch.mo Prof. CARLO BAVETTA

*Ai due "Aurelio" nella mia vita,
per la guida ed il supporto.*

◆ **INDICE** ◆

INTRODUZIONE	Pag. 1
--------------------	-----------

Capitolo I

CAPITALE SOCIALE E GARANZIE PER I CREDITORI:

MODELLI CONTINENTALE ED ANGLOSASSONE A CONFRONTO

1. I termini del dibattito: capitale sociale e interessi dei creditori	
1.1 <i>Introduzione alla problematica</i>	4
1.2 <i>Capitale sociale</i>	6
1.3 <i>Il conflitto d'interessi tra creditori ed azionisti</i>	9
2. La seconda direttiva in materia societaria e la legislazione italiana	
2.1 <i>Principi e scopo della Direttiva 77/91/CEE</i>	12
2.2 <i>Principali norme della Seconda Direttiva nel senso della protezione del capitale sociale e loro recepimento nella legislazione italiana...</i>	14
2.3 <i>La regola "Ricapitalizza o liquida"</i>	20
2.4 <i>Il progetto di semplificazione della Seconda Direttiva</i>	23
2.5 <i>Costi e benefici della normativa sul capitale sociale. Possibili alternative?</i>	32
3. Il modello americano	37
3.1 <i>Il Model Business Corporation Act</i>	41
3.2 <i>Il Revised Model Business Corporation Act</i>	44
3.3 <i>Le peculiarità dei sistemi normativi degli Stati del Delaware, New York e California</i>	46
3.4 <i>I solvency tests</i>	49
3.4.1 <i>Equity Solvency Test</i>	49
3.4.2 <i>Balance Sheet Test</i>	51

Capitolo II

LA SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI.

SOLVENCY I E IL RISK BASED CAPITAL NEL MODELLO STATUNITENSE

1. Introduzione	54
2. L'attività assicurativa: scopo ed elementi essenziali	54
3. Le obbligazioni delle parti. Il rischio ed il premio assicurativo ...	57
4. I presupposti dell'autorizzazione	61

5.	L'assicurazione come impresa	64
6.	La valutazione dei rischi e le condizioni di esercizio in generale..	67
7.	La solvibilità delle imprese di assicurazione: riserve tecniche e margine di solvibilità nell'attuale normativa	71
7.1	<i>Le riserve tecniche</i>	73
7.2	<i>Il margine di solvibilità dagli albori a Solvency I</i>	75
7.3	<i>Il rapporto Müller</i>	78
8.	Le Direttive del progetto Solvency I: il margine di solvibilità oggi	79
9.	Società di assicurazioni e solvibilità nel Risk Based Capital	85

Capitolo III

SOLVENCY II: LA NUOVA VESTE DELLA SOLVIBILITÀ DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONI

1.	I limiti di Solvency I	92
2.	Solvency II in generale	94
3.	La storia dello sviluppo di Solvency II	95
3.1	<i>Solvency II: la prima fase ed il modello Lamfalussy</i>	96
3.2	<i>Solvency II: la seconda fase ed il rapporto Sharma</i>	97
4.	Il modello di Solvency II	100
4.1	<i>Il primo pilastro</i>	102
4.2	<i>Il secondo pilastro</i>	109
4.3	<i>Il terzo pilastro</i>	113
5.	L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa assicurativa	115
	CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	120
	BIBLIOGRAFIA	123

INTRODUZIONE

Il presente lavoro mette in collegamento due temi molto discussi dalla Dottrina, il primo, invero, assai dibattuto ed anche piuttosto antico, ma che non può considerarsi ancora superato, ed il secondo analizzato più in ambito economico che in ambito prettamente giuridico.

Si analizza quindi l'annoso problema della necessità della resistenza, nel nostro ordinamento dell'istituto del capitale sociale, e di tutto il complesso di norme imperative poste a sua tutela nella convinzione che esse siano l'unico, o quanto meno il migliore, mezzo di garanzia per i creditori della società.

Tale opinione, che affonda le sue radici in una delle più classiche convinzioni dei sistemi normativi c.d. *creditor oriented*, vuole così risolvere il conflitto che naturalmente esiste tra interessi degli azionisti e quelli dei creditori a favore di questi ultimi, laddove ciò che è ritenuto di primaria importanza è salvaguardare a tutti i costi la solvibilità dell'impresa.

A tale opinione, però, sono state mosse non poche critiche. Tale dottrina, che di certo non vuole comunque rinunciare alla solvibilità dell'impresa di assicurazione, affronta, però, criticamente l'opportunità che la tutela dei creditori derivi dallo stringente meccanismo delle norme dettate in tema di capitale sociale dai legislatori nazionali, ed anche da quello comunitario che è intervenuto in materia con l'emanazione della Seconda Direttiva, il cui recepimento ha dato luogo alle attuali normative nazionali.

Oggi gli elementi di criticità sollevati da questa parte della dottrina potrebbero essere in qualche modo accentuati dalla disciplina dettata in ambito di riforma del sistema del diritto delle società di Assicurazioni con la Direttiva c.d. Solvency II, che costituisce il secondo tema dell'elaborato.

Lo scopo del lavoro è quello di comprendere se il legislatore comunitario, emanando quest'ultima, abbia, di fatto, operato il primo passo verso un cambiamento di rotta nella concezione del capitale sociale quale unica forma di garanzia per i creditori sociali, e se, dunque, le norme dettate in tema di società di assicurazioni potrebbero essere utili più in generale per tutte le società di capitali,

con lo scopo di rendere fruibili le ingenti risorse di cui tali società dispongono, al fine dell'accrescimento dell'impresa, e dunque a vantaggio del mercato, nel suo complesso considerato.

E' evidente che la tematica si offre a parecchie critiche, laddove l'unica cosa che, in ogni caso, nessun ordinamento è disposto a sacrificare è la garanzia di solvibilità della società. La questione aperta riguarda, appunto, la possibilità che esista un'altra via, rispetto alla tradizionale, di salvaguardia di questo importante interesse pubblico.

E' davvero necessario tutelare il capitale sociale con quella barricata di norme predisposte dal legislatore nazionale, su impulso di quello comunitario, a tutela della garanzia dei terzi? O è anche ipotizzabile raggiungere nel nostro ordinamento, e più in genere in quelli c.d. *creditor oriented* (nei quali ricomprendere gli stati dell'Unione Europea, primo fra tutti la Germania, contrapposti ai modelli di diritto societario c.d. *debtor oriented*, che si rinvergono negli ordinamenti anglosassoni, nei quali il diritto societario privilegia non la tutela dei creditori, ma l'interesse dei soci, e quindi degli investitori, alla maggiore flessibilità delle forme di finanziamento), questo stesso risultato predisponendo diversi mezzi di tutela, eventualmente anche solo alternativi a quelli tradizionali, sulla falsa riga di quelli predisposti dall'ordinamento statunitense?

Per tale ragione il lavoro propone spunti comparatistici con gli Stati Uniti d'America, di cui viene analizzata, da un lato, la normativa risultante dal *Model Business Corporation Act*, e, dall'altro, lo specifico settore assicurativo basato sul sistema *Risk Based Capital*.

Invero, in ambito comunitario l'eco della disciplina statunitense sembra davvero aver coinvolto il diritto delle società di assicurazione con l'emanazione della Direttiva Solvency II.

Per questo peculiare tipo societario, che viene analizzato nel corpo del lavoro nei suoi punti essenziali, il legislatore comunitario ha pensato di introdurre negli ordinamenti nazionali, proprio a garanzia della solvibilità della società di assicurazione, rivoluzionari sistemi di controllo dell'adeguatezza delle risorse di cui tali società devono disporre per essere considerate solvibili.

Ed è proprio così che riemergono quegli elementi di criticità della disciplina del capitale sociale rilevati dal dibattito dottrinario, in qualche modo accentuati dalla disciplina dettata in ambito di riforma del sistema del diritto delle società di Assicurazione con la Direttiva Solvency II. Questa tratta di requisiti quantitativi, ma anche qualitativi nella gestione delle imprese assicurative, e permette l'adozione di *stress test*, elaborati evidentemente sulla base dei *solvency test* statunitensi, al fine di consentire all'impresa di controllare il suo grado di solvibilità attraverso proprie procedure interne, prima ancora di essere sottoposta alle procedure di controllo dell'autorità di vigilanza nazionale, e quindi dell'ISVAP.

Se il legislatore comunitario ha dunque previsto questi alternativi strumenti di tutela come parimenti efficaci ai "vecchi", basati sulle norme in tema di capitale sociale per un tipo societario particolarmente significativo e di rilevanza sociale non indifferente, mi chiedo se questo non possa essere considerato il primo passo verso la graduale soppressione dell'obbligatorietà del sistema di norme in tema di capitale sociale.

CAPITOLO I

CAPITALE SOCIALE E GARANZIE PER I CREDITORI: MODELLI CONTINENTALE ED ANGLOSASSONE A CONFRONTO

1. I termini del dibattito: capitale sociale e interessi dei creditori

1.1 Introduzione alla problematica

Da tempo ormai si discute in merito alla necessità o meno della resistenza nel nostro ordinamento, così come più genericamente negli ordinamenti giuridici continentali, del concetto di capitale sociale minimo obbligatorio¹.

Gli studiosi del settore sono da sempre alla ricerca del modo di rendere più agevole l'accesso all'esercizio dell'attività d'impresa in forma societaria, da un lato, snellendo il complesso sistema di norme che sta alla sua base² e, dall'altro, proponendo la produzione di norme nuove che possano in qualche modo rendere più competitiva la nascente società. Gli spunti per creare questo nuovo diritto vengono il più delle volte dall'accurata analisi comparata di ordinamenti giuridici

¹ Tra i lavori in tema cfr. MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in Riv. Soc., 2005, II, 1199 ss., nonché lo scambio di opinioni tra gli autori Enriques e Macey con Denozza negli scritti ENRIQUES L.– MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in Riv. Soc., 2002, 78 ss (versione italiana dell'originale contributo *Creditors Versus Capital Formation: the Case Against the European Legal Capital Rules*, in Cornell Law Review, 2001, vol. 86, 1165 ss); DENOZZA F., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques – J. Macey, Creditors Versus Capital Formation: the Case Against the European Legal Capital Rules)*, in Giur. Comm., 2002, I, 585 ss; ENRIQUES L., *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in Giur. Comm., 2005, I, 607 ss.

² Un'interessante operazione in tal senso è stata quella della Commissione Europea che nel 1998 ha dichiarato di voler estendere l'iniziativa SLIM (Simpler Legislation for the Internal Market), rivolta già dal 1996 al diritto comunitario, anche al diritto societario. Uno degli strumenti con cui si riteneva di raggiungere lo scopo in tale ambito era la Seconda Direttiva in materia societaria, della quale si parlerà meglio nel prosieguo. Sul progetto di estensione dell'iniziativa SLIM alla materia societaria v. WYMEERSCH E., *European Company Law: The <Simpler Legislation for the Internal Market> (SLIM) Initiative of the EU Commission*, Financial Law Institute, Working Paper n. 2000-09, 2000, in <http://www.law.ugent.be/econr/fli/WP/wp2000-09.pdf>; COMPANY LAW SLIM WORKING GROUP, *Report from the Commission - Results of the Fourth Phase of SLIM*, 2000, in <http://eur-lex.europa.eu/cod.52000DC0056>.

diversi, o, meglio, per certi versi opposti, primi fra tutti quelli anglosassoni.

Gli stessi studiosi, però, non possono fare a meno di notare anche le fondamentali differenze che intercorrono tra ordinamenti giuridici tanto diversi; non di meno, senza alcuna pretesa di impiantare fattispecie tipiche degli ordinamenti di tipo anglosassone nel diritto continentale, quasi fosse una semplice operazione di travaso da un luogo ad un altro, non appare del tutto scorretto trarre qualche insegnamento dall'analisi di un altro sistema giuridico e normativo, al fine di trarne, laddove possibile, un utile profitto (che, data la materia, sembra essere sempre un ottimo argomento!).

Tanto la dottrina quanto i legislatori nazionali europei si sono posti il problema della necessità o meno del capitale sociale minimo obbligatorio, e diverse sono state le soluzioni, che per le più varie ragioni, hanno sostenuto l'una o l'altra tesi; inoltre, questo tema non è certo affrontato fine a se stesso, ma in quanto si tende genericamente a collegare a tale concetto quello della tutela dei creditori. L'esigenza di conservazione del capitale sociale minimo obbligatorio è, infatti, sostenuta da studiosi che potremmo definire di natura conservativa: essi intendono l'esistenza del capitale sociale minimo obbligatorio, e tutto il complesso di norme che ad esso si riferiscono, quale garanzia prevalente per i creditori della società³. In tal senso, allora, risulta fondamentale predisporre adeguate norme non solo in tema di formazione del capitale sociale, ma anche con riguardo al funzionamento di tutto il sistema in tema di patrimonio netto⁴.

D'altro canto, sempre più spesso viene rilevato da diversi contributi la tendenza a criticare la classica impostazione del concetto di capitale sociale e di tutte quelle norme di contorno che lo completano. Questi autori rilevano un conflitto di importante rilevanza ed innegabile: se da un lato si trovano gli interessi dei creditori, dall'altro i naturali contraddittori degli stessi sono gli azionisti, i quali sono anch'essi destinatari indiretti di tutte quelle norme che in qualche modo limitano il loro potere all'interno della società, ad esempio con la

³ MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale*, cit., 1208 ss., asserisce che questi studiosi ritengono più opportuno tutelare i creditori con la previsione, da parte del legislatore, di norme imperative in tema di capitale sociale, che si concentrino a garantire una predeterminata consistenza del patrimonio netto della società.

⁴ DENOZZA F., *A che serve il capitale?*, cit, 586 ss.

limitazione di distribuzione di utili⁵.

Di tale conflitto si sono occupati tanto il legislatore nazionale quanto quello comunitario. Importante è certamente stato il ruolo di quest'ultimo già con la Seconda Direttiva in materia societaria, che ha indotto il legislatore nazionale a precisare meglio determinate norme in materia di formazione del capitale sociale, e soprattutto più di recente con la Direttiva Solvency II in materia di diritto delle società di assicurazione, laddove si richiede, tra le altre norme, l'introduzione negli ordinamenti nazionali di rivoluzionari sistemi di controllo dell'adeguatezza delle risorse in possesso al fine di considerare queste società solvibili.

Proprio lo studio della Direttiva Solvency II appare oggi offrire nuovi spunti di riflessione, soprattutto laddove si possa ravvisare un *trait d'union* tra alcuni dei principi propri della Direttiva Solvency II e la tendenza di alcuni autori e le scelte di determinati ordinamenti (anche europei) a considerare un "arcaicismo" del diritto delle società, e conseguentemente ridurre la portata od eliminare, il concetto di capitale sociale minimo obbligatorio. In definitiva, pare che la Direttiva in materia di società di assicurazione abbia in qualche modo acuito gli elementi di criticità che già venivano rilevati in tema di capitale sociale e conflitto d'interessi tra azionisti e creditori.

Prima di affrontare nel dettaglio le due visioni in merito al concetto di capitale minimo, appare opportuno entrare nel dettaglio della pretesa funzione di garanzia svolta dal capitale sociale in favore dei creditori.

1.2 Capitale sociale

La problematica affrontata riguarda le forme societarie coinvolte dalla II Direttiva, ovvero le società per azioni, le quali offrono un'adeguata limitazione di responsabilità ai soci. Solo in queste tipologie societarie può effettivamente assumere rilievo la prospettiva dell'adeguatezza dell'esistenza del capitale sociale

⁵ ENRIQUES L. - MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., 81 ss.

come forma di garanzia per gli interessi dei creditori⁶.

Invero, tali società si caratterizzano proprio per la connessione imprescindibile tra conservazione dell'adeguatezza del capitale sociale e responsabilità limitata dei soci ed interessi dei creditori.

Il capitale sociale è quella cifra, iscritta in bilancio tra le poste del passivo⁷, corrispondente al valore dei conferimenti iniziali effettuati dai soci⁸, e che, secondo l'attuale impostazione della normativa italiana, rimane pressoché vincolata nell'interesse dei creditori, attraverso la previsione di adeguate limitazioni alla distribuzione del patrimonio netto⁹ da parte della società ai propri soci.

Il capitale sociale si caratterizza dunque per la sua *fissità*, nel senso non di assoluta immodificabilità di tale dato contabile, ma di sua possibile modifica, in

⁶ MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale*, cit., 1204 ss., schematizza le soluzioni proposte in merito alla esaminanda problematica: rimettere il tutto o alla materia della competizione tra ordinamenti societari (secondo le innovative sentenze della Corte di Giustizia, prima fra tutte quella nel caso Centros – 9.03.99, *Centros Ltd contro Erhvervs - og Selskabsstyrelsen*, causa C212-97), lasciando dunque agli Stati membri l'opportunità di disciplinare la materia nel modo ritenuto più opportuno al fine di creare un'adeguata concorrenza tra gli ordinamenti societari nazionali europei; ovvero pensare ad adeguate riforme (al momento per lo più ipotizzate, ma in alcuni casi anche realizzate) nel senso o della radicale eliminazione del capitale minimo (come ad esempio accade in Svizzera) o della semplificazione delle norme introdotte nelle legislazioni nazionali a seguito della Seconda Direttiva in materia societaria in tema di formazione e conservazione del capitale sociale.

⁷ Cfr. art. 2424 c.c.. E' iscritto al passivo solo il valore nominale del capitale sottoscritto dai soci e già versato; quello attinente alla quota di capitale non ancora versata sarà indicata nelle poste di Attivo, alla voce "Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti".

⁸ Trattasi di definizione tipica e generale, senza presunzione di completezza; ed invero pare opportuno rilevare che PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in Trattato delle Società per Azioni, diretto da Colombo G.E. E Portale G.B., Vol. I**, Torino, 2004, p. 3 ss., dopo aver definito i due concetti di capitale nominale – cifra espressa nella moneta avente corso legale nello Stato di costituzione della società iscritta in bilancio tra le poste del passivo – e capitale reale – frazione ideale di patrimonio sociale composto in origine dai conferimenti apportati dai soci –, riferisce come il legislatore usi l'espressione "capitale" indifferentemente nell'uno o nell'altro senso, ed anche nella medesima disposizione (cfr. artt. 2327, 2446 o 2447 c.c.), ed afferma che la corrispondenza del capitale sociale con i conferimenti iniziali dei soci possa essere accettata *tout court* solo nel caso di società per azioni con apporti solamente in denaro e con emissioni di azioni per somma non superiore al loro valore nominale, mentre ciò non può avvenire nel caso di conferimenti in natura per diverse ragioni, tra cui, ad esempio, la circostanza per la quale non è vietato dal legislatore attribuire a tal genere di conferimenti un valore inferiore rispetto a quello che è risultato dalla relazione giurata di stima; lo stesso vale per il caso di emissione di azioni con sovrapprezzo, che è invece destinato all'imputazione in bilancio ad apposita riserva.

⁹ Per il concetto di patrimonio netto cfr. COLOMBO G.E., *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in Giur. Comm., 1984, I, 841 ss.; CESARINI F., *Alcune riflessioni sul significato attuale del capitale sociale e del valore nominale dell'azione nella prospettiva dell'investitore*, in Riv. Soc., 1993, 91 ss.; FORTUNATO S., *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in Riv. Soc., 1991, 134 ss.

aumento o in diminuzione, condizionata dall'esistenza di determinate circostanze e al rispetto di determinate procedure¹⁰. La sua nozione ha rilievo sia sotto il profilo c.d. organizzativo sia sotto quello c.d. patrimoniale¹¹. Sotto il primo aspetto, infatti, la posizione ed i diritti acquisiti dal socio si commisurano in base al suo apporto al capitale; sotto il secondo aspetto, invece, la disciplina del capitale sociale, prevedendo una sua forte tutela, realizza indirettamente anche una tutela del patrimonio sociale, di cui il capitale è parte, e dunque altrettanto indirettamente tutela gli interessi dei terzi che entrano in contatto con la società, e dunque dei creditori che proprio al patrimonio sociale puntano.

E' dunque chiaro che la stringente disciplina prevista per il capitale finisce col tutelare anche il patrimonio sociale e, dunque, i creditori, che solo ad esso possono guardare per il soddisfacimento delle proprie pretese.

Sarà, inoltre, sulla base del capitale sociale che saranno calcolati i risultati di bilancio in termini di utili o di perdite: per tale motivo esso è iscritto tra le poste di passivo, per fungere da metro di paragone per l'esercizio, e per determinare se sia o meno possibile procedere alla distribuzione di utili¹², e comportando per converso l'indisponibilità per la società del valore patrimoniale pari al capitale.

In tal senso, allora, se il capitale sociale si caratterizza per la sua immutabilità ed indisponibilità, il patrimonio, invece, quale complesso di tutte le situazioni giuridiche attive e passive, o meglio dei beni effettivamente facenti capo alla società, è destinato a variare a seconda dell'oscillazione del ciclo economico. Pertanto, se nel momento della costituzione della società i concetti di capitale e patrimonio coincidono, dopo tale momento il capitale si identificherà con una quota solamente ideale di patrimonio netto.

E' proprio l'immutabilità del capitale nominale che va a vantaggio non solo dei creditori sociali, che intendono porre a garanzia delle proprie pretese un

¹⁰ Ricordiamo che le norme in tema di aumento e riduzione del capitale sociale sono inserite dal legislatore tra le norme in tema di modificazioni dello Statuto, e come tali di competenza della Assemblea straordinaria, con tutto ciò che ne consegue, soprattutto in termini di quorum deliberativi.

¹¹ FERRI G., *Manuale di Diritto Commerciale*, Torino, 2006, 276 ss.

¹² La distribuzione di utili verrà infatti impedita nel caso in cui l'attivo non superi la cifra indicata come capitale sociale tra le poste di passivo, ed utile distribuibile sarà solo quello che eccede quella determinata cifra.

ammontare di patrimonio corrispondente al capitale, ma anche degli stessi soci, che attraverso la conoscenza dell'ammontare del capitale sono in grado di comprendere la effettiva situazione patrimoniale della società e dunque in grado di predeterminare l'utile che gli spetta¹³.

1.3 Il conflitto d'interessi tra creditori ed azionisti

Per quanto sin ora esposto, è chiaro il motivo per il quale gli interessi dei creditori possano entrare in conflitto con quelli degli azionisti della società, in base alla scelta fatta dagli ordinamenti tra un sistema che privilegia la protezione del capitale sociale e quello che invece privilegia, in qualche modo, la posizione di questi ultimi soggetti¹⁴.

Il problema del conflitto di interessi tra azionisti e creditori è strettamente connesso al beneficio della responsabilità limitata dei soci, la cui convenienza è legata alla operazione, tutta normativa, di conciliazione tra personalità giuridica ed autonomia patrimoniale della società da un lato e l'interesse dei creditori affinché la società resti comunque solvibile¹⁵ dall'altro. Norme che possono considerarsi poste a tutela di quest'ultimo interesse sono, oltre a quella che, ex art. 2424 c.c., impone l'iscrizione del capitale nominale tra le poste di passivo, anche quelle che, ad esempio, che ne impongono la rettifica tutte le volte che il capitale reale scenda al di sotto di certi limiti, così come la norma che pretende che il

¹³ PORTALE G.B., *Capitale sociale*, cit., 11.

¹⁴ MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale*, cit., 1208, divide i modelli di tutela dei creditori in ordinamenti con diritto societario c.d. *creditor oriented*, nei quali ricomprendere gli stati dell'Unione Europea, primo fra tutti la Germania, e modelli di diritto societario c.d. *debtor oriented*, che si rinvencono negli ordinamenti anglosassoni, "in cui la tutela dei creditori fuoriesce dal diritto societario mentre è privilegiata la tutela dell'interesse dei soci, e quindi degli investitori, alla maggiore flessibilità delle forme di finanziamento"; ENRIQUES L.- MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., 86 ss.

¹⁵ Gli interessi dei creditori in tal senso sono soddisfatti oltre che dalle norme in tema di formazione e conservazione del capitale sociale, anche da tutte quelle inerenti la pubblicità delle vicende societarie, al fine di evitare i rischi connessi ad operazioni opportunistiche operate dai soci e che naturalmente tenderanno ad aumentare nel caso di rischio di insolvenza della società. Cfr. MAUGERI M., *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 75 ss.; EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *Limited Liability and the Corporation*, in Univ. Chicago Law Rev., vol. 52, 1985, 89 ss.

valore complessivo dei conferimenti non possa essere inferiore all'ammontare del capitale¹⁶; ovvero ancora, le norme che tendono ad assicurare che si possa procedere alla ripartizione degli utili soltanto in presenza di un netto¹⁷, inteso quale differenza tra attività e passività, almeno pari alla cifra di capitale nominale, che è quella iscritta tra le poste di passivo: se esiste questa plusvalenza si avrà un utile, e dunque la possibilità per i soci di un guadagno senza intaccare quella parte di patrimonio che è base per le pretese creditorie, altrimenti una perdita¹⁸.

Tanto gli azionisti quanto i creditori hanno comunque a loro disposizione una serie di possibilità per tutelare e realizzare i propri interessi¹⁹. Gli azionisti, dal canto loro, possono trovare altri modi che non riguardano direttamente il capitale per porre in essere scelte dannose nei confronti dei creditori, quali ad esempio determinare compensi eccessivi per la loro eventuale attività di amministrazione, o indebitare sempre più la società, facendo così concorrere, in caso di insolvenza della società, vecchi con nuovi creditori²⁰, laddove i precedenti creditori, inevitabilmente, vedranno affievolirsi le possibilità di soddisfazione. Ancora, gli azionisti potrebbero ben decidere di deliberare progetti di investimento molto rischiosi od abbandonarne di vantaggiosi, e che magari erano stati deliberati proprio per destinare gli utili derivati al soddisfacimento dei creditori. Questi comportamenti, possibili in ogni momento della vita della società, sono però tipici delle situazioni di vicina insolvenza, ma non per questo

¹⁶ Cfr. art. 2346 c.c., 5° co., che ha il chiaro intento di evitare che il capitale realmente conferito dai soci sia inferiore a quello dichiarato.

¹⁷ DENOZZA F., *A che serve il capitale?*, cit. 585, afferma la funzione di criterio ordinatore del netto in tale sistema, ove tutte le regole in tema tendono ad assicurare che le società possiedano un attivo pronto a coprire tutti i debiti societari, "ed anche quel qualcosa in più che corrisponde al capitale sociale". Lo stesso autore, però, mette in risalto come la difesa del netto non possa essere considerato un punto di riferimento univoco, in quanto esistono diversi modi di calcolarlo ed anche di tenere conto del risultato del calcolo.

¹⁸ CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale 2, Diritto delle Società*, Torino, 2006, 8 ss.

¹⁹ SMITH JR. C.W. - WARNER J.B., *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 1979, vol. 7, 117 ss., che individuano in quattro i principali fronti di conflitto tra azionisti e creditori: distribuzioni ai soci, diluizione delle pretese, sostituzione delle attività e sotto-investimenti.

²⁰ Quest'ultimi, in particolare, non soffriranno di alcuno svantaggio, rapportati ai precedenti creditori, in quanto a conoscenza, al momento della concessione del credito, della posizione debitoria della società; essi, evidentemente, punteranno allora su un tasso di interesse che terrà conto di tale situazione. In tal senso ENRIQUES L.- MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., 81 ss.; POSNER R.A., *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, in *U. Chi. L. Rev.*, 1976, vol 43, 499 ss., in part. 504 nt. 14.

scontati. Ed invero in tali situazioni, prima di porre in essere comportamenti opportunistici, gli azionisti, soprattutto gli amministratori della società, piuttosto che investire il tutto per tutto nella possibilità, tra l'altro remota, di recuperare la società facendo sì che essa torni *in bonis*, preferiscano attuare comportamenti corretti che non danneggino la loro reputazione nel mercato manageriale²¹.

D'altro canto, è pure innegabile il grande potere contrattuale dei creditori, i quali possono condizionare la concessione del credito all'ottenimento di un'influenza significativa all'interno della società²², ed imporre così, ad esempio, il pagamento in anticipo dei debiti societari, o impedendo il pagamento dei dividendi. Possono, altresì, imporre di non abbandonare progetti d'investimento per loro particolarmente vantaggiosi e di abbandonare, invece, quelli gravosi per la società e dunque per i loro interessi.

Il potere contrattuale dei creditori è, dunque, assai ampio, e lascia loro la possibilità di auto-tutelarsi da situazioni di insolvenza della società; a chi obietta²³ che tale potere è in realtà nelle mani solo di determinate categorie di creditori particolarmente "potenti" - quali i creditori finanziari - altri rispondono che, anzitutto, solo questa obiezione non può essere in grado di giustificare il complesso sistema normativo in tema di capitale sociale, ed inoltre che, comunque, anche i creditori considerati "deboli" finiscono con indirettamente avvantaggiarsi delle condizioni negoziate contrattualmente dagli altri creditori, che altro non fanno che tutelare la fonte di soddisfacimento delle proprie pretese,

²¹ DANIELS R.J., *Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance*, in ZIEGEL J.S. (a cura di), *Current Developments in International and Comparative Corporate Insolvency Law*, 1994, 547 ss., in part. 557.

²² GULATI G.M. ET AL., *Connected Contracts*, in UCLA L.Rev., 2000, vol. 47, p. 887 ss., in part. 908 ss.

²³ BLUMBERG P.I., *Limited Liability and Corporate Groups*, in J. Corp. L., 1986, vol. 11, 573 ss.; MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale*, cit., 1290 ss., che afferma che se è vero che il capitale sociale non può del tutto eliminare il rischio dell'insolvenza della società, è però anche vero che esso tende comunque a prevenirlo, fornendo una sorta di tutela anticipata rispetto al possibile verificarsi di tale situazione, e rendendo possibile una forma di tutela anche in assenza di creditori contrattualmente avvantaggiati; e, ad ogni modo, le norme in tema di capitale non poste e diretta e sola tutela dei creditori involontari ma anche di quelli volontari, come dipendenti e fornitori della società, o gli stessi consumatori, soggetti che ben possono essere ricompresi nella categoria dei creditori "deboli" non in grado di negoziare a livello contrattuale. In tale ultimo senso cfr. anche MÜLBERT P.O. - BIRKE M., *Legal Capital – Is There a Case Against the European Legal Capital Rules?*, in EBOR, 2002, 695 ss.

attraverso la riduzione del rischio dell'insolvenza che essi tendono a realizzare attraverso la negoziazione contrattuale²⁴.

Orbene, le legislazioni europee tendono a giustificare le regole in tema di capitale sociale come dirette alla protezione dei creditori quale contropartita a carico dei soci per l'ottenimento del beneficio della responsabilità limitata. Se, dunque, la responsabilità limitata è un beneficio per gli azionisti, essa potrà al contempo andare in danno dei creditori. E' stato questo il principio che ha ispirato il legislatore comunitario quando ha emanato la Seconda Direttiva in materia societaria, che ha decisamente influenzato in senso "creditor oriented" la disciplina del capitale sociale delle legislazioni societarie europee.

2. La seconda direttiva in materia societaria e la legislazione italiana

2.1 Principi e scopo della Direttiva 77/91/CEE²⁵

Un'importante iniziativa legislativa nel senso della creazione di quelle regole pro-capitale sociale intese a regolare il conflitto di interessi tra creditori ed azionisti delle società per azioni è stata intrapresa dal legislatore comunitario con la Direttiva 77/91/CEE, meglio nota come Seconda Direttiva in materia societaria.

Proprio questo importante intervento comunitario ha fatto sì che gli Stati membri dell'Unione europea si dotassero di una disciplina uniforme in merito a questo argomento, partendo dalla obbligatorietà dell'adozione di un capitale sociale minimo, nonché prevedendo similari regole anche in tema di conferimenti, distribuzioni di utili agli azionisti, o aumenti e riduzioni del capitale sociale²⁶.

²⁴ In tal senso si esprimono ENRIQUES L.- MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., 85.

²⁵ Direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1977 sulla salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale (c.d. Seconda Direttiva), in *G.U.C.E.* L 26 del 31 gennaio 1977. La direttiva è stata poi modificata nel settembre 2006, dopo un intervento di semplificazione rispetto al progetto iniziale, con la direttiva 2006/68/CE, c.d. Direttiva di riforma, approvata il 6 settembre 2006, attuata in Italia con d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, in *G.U.C.E.* L 246/32, 2006.

²⁶ Il preambolo della Seconda Direttiva rende chiare l'intenzione del legislatore comunitario "... a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle

Il nostro Paese, in particolare, è tra quelli che, profondamente credendo nella funzione di garanzia cui assolve il capitale sociale nei confronti dei creditori sociali, hanno, in armonia con lo spirito della Seconda Direttiva, predisposto ulteriori e non richieste norme in tema di preservazione del capitale sociale, come quella posta dall'art. 2447 c.c. in caso di riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo obbligatorio stabilito dalla legge.

Le società destinatarie di tale complesso di norme sono specificate dalla Direttiva in esame in quelle per azioni in Italia ed equivalenti negli altri Paesi, che, dall'analisi dei considerando introduttivi, sono quelle che abbisognano maggiormente di dettagliate norme nei temi suddetti in considerazione della predominante attività di queste società nell'economia degli Stati membri, attività che spesso supera i confini nazionali²⁷.

In tal genere di società è risultato indispensabile, secondo le intenzioni del legislatore comunitario, al fine di eguagliare il grado di tutela tra i singoli azionisti ed i creditori della società, coordinare le disposizioni nazionali dei singoli Stati dalla costituzione della società, quindi in tema di conferimenti iniziali, alla salvaguardia del capitale sociale, attraverso dettagliate norme in tema di suo aumento o riduzione, che mirino a loro volta alla tutela della parità di trattamento degli azionisti in identiche situazioni, così come dei creditori esistenti prima dell'eventuale riduzione del capitale.

Che l'intenzione della Direttiva sia stata quella di valorizzare al massimo il ruolo del capitale sociale lo si intuisce anche dagli ultimi considerando della Direttiva, ove è specificato che l'ammontare esatto del capitale sociale deve risultare dall'atto costitutivo o dallo statuto a vantaggio di tutti coloro che con la

società di cui all'art.58, secondo comma, del trattato (cioè le società per azioni in Italia e le equivalenti negli altri Stati membri individuate dall'art. 1 della Direttiva), per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa".

²⁷ Non è mancato chi ha, in ambito internazionale, criticato tale scelta, considerandola, piuttosto, di natura politica. In particolare TIMMERMANS C., in *Methods and Tools for Integration*, in BUXBAUM R.M. e altri (a cura di), *European Business Law*, Berlin/New York, 1991, 129 ss. ha affermato che l'affermazione contenuta nel primo considerando della Seconda Direttiva non può dirsi che riguardi le c.d. *public companies*, quali le società per azioni in Italia, in quanto, traducendo letteralmente dal testo, almeno in Stati membri quali il Regno Unito, la Germania e l'Olanda, la *private company* è un mezzo assai più comune nel mondo degli affari della *public company*, e non è di certo limitata alla sola piccola impresa.

società entrano in contatto, nonché che devono essere adottate precise misure per evitare indebite distribuzioni di utili agli azionisti, nonché l'acquisto di azioni proprie da parte della stessa società.

2.2 Principali norme della Seconda Direttiva nel senso della protezione del capitale sociale e loro recepimento nella legislazione italiana

Sulla base di quanto proposto dal legislatore comunitario, quello italiano ha predisposto tutte le norme che riguardano i temi individuati dalla Seconda Direttiva, in perfetta sintonia con lo spirito che l'accompagnava.

Come accennato, il capitale sociale minimo obbligatorio è il primo dei più importanti e caratterizzanti elementi posti all'attenzione degli Stati membri dall'Unione Europea. L'art. 6 della Direttiva, infatti, stabilisce che per la costituzione della società, ovvero per il conseguimento della necessaria autorizzazione per l'inizio dell'attività, è onere per gli Stati disporre la sottoscrizione di un capitale minimo²⁸, che deve essere sottoscritto per un valore non inferiore ad un quarto del valore nominale del capitale, ad eccezione dei casi di conferimenti non in contanti, le cui relative azioni devono essere interamente liberate, invece, entro cinque anni dalla costituzione o dal conseguimento della autorizzazione per l'inizio dell'attività della società²⁹. Il capitale sociale può essere costituito unicamente da elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica, ad esclusione delle esecuzioni di lavori o prestazioni di servizi³⁰. Inoltre, le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale o contabile, anche se è pure prevista un'eccezione a tale norma nel caso di soggetti autorizzati all'attività di collocamento di azioni sul mercato³¹. In ogni caso, l'art.12

²⁸ Il citato articolo 6 della Seconda Direttiva riconosce altresì al Consiglio europeo, su proposta della Commissione, il potere di revisione del limite minimo stabilito in ecu 25.000,00 ogni cinque anni “*tenendo conto, da un lato, dell'evoluzione economica e monetaria nella Comunità, e, dall'altro, delle tendenze che intendono riservare la scelta dei tipi di società di cui all'articolo 1, paragrafo 1 alle grandi e medie imprese*”.

²⁹ Cfr. art. 9 Dir. 77/91/CEE.

³⁰ Cfr. art. 7 Dir. 77/91/CEE.

³¹ Cfr. art. 8 Dir. 77/91/CEE.

vieta la possibilità di esonero degli azionisti dall'obbligo del conferimento, fatte salve le disposizioni in tema di riduzione del capitale sociale.

Il legislatore italiano ha, così, posto quale limite minimo di capitale sociale di una società per azioni la cifra di euro 120.000,00. Tale soglia è stata innalzata dalla Riforma delle società³² attuata nel 2003 dai precedenti euro 100.000,00, proprio con l'intento di salvaguardare maggiormente la tutela dei terzi. Rispetto al testo ante riforma, è pure scomparsa ogni indicazione al valore nominale delle azioni, permettendo così alla società di emettere azioni senza indicazione del valore nominale³³, nel qual caso il valore delle singole azioni si determina dividendo il complessivo capitale per il numero di azioni emesse. Quando, invece, il valore nominale è stabilito, esso deve risultare dall'atto costitutivo della società, insieme al numero, le caratteristiche, le modalità di emissione e di circolazione delle azioni ex art. 2328, co. 2, n. 5, c.c. Ancora, in linea con i principi posti dalla Seconda Direttiva, l'art. 2329 c.c. detta, tra le condizioni per la costituzione, anche la sottoscrizione dell'intero capitale, ed il rispetto delle previsioni in tema di conferimenti, tra le quali il versamento di almeno un quarto del capitale sottoscritto da parte di ogni socio quando si tratti di conferimenti in denaro, secondo quanto dettato dall'art. 2342, co. 2, c.c. E' in quest'ultima citata norma, ultimo comma, che il legislatore nazionale segue le indicazioni di quello comunitario nello stabilire che nelle società di cui si tratta sono esclusi dai conferimenti le prestazioni d'opera o di servizi, nella convinzione che la difficoltà della quantificazione del valore economico di tali prestazioni possa contrastare con l'esigenza di una valutazione oggettiva dell'apporto del socio nella società³⁴.

Sempre in tema di conferimenti, la Seconda Direttiva stabilisce che

³² D. lgs. 17.01.2003, n. 6.

³³ Cfr. art. 2346, co. 2, c.c., nonché art. 2343, co. 1 c.c., nel quale è stato pure eliminato il riferimento al valore nominale; l'intenzione chiara del legislatore è ribadire che ciò che più conta ai fini di una adeguata tutela sia dei soci che del capitale sociale e dei terzi non è il valore indicato nel titolo azionario, ma il numero delle azioni emesse e, soprattutto, la percentuale che quel titolo rappresenta in relazione al totale di quelle azioni.

³⁴ Discorso ben diverso vale oggi, invece, per le società a responsabilità limitata, per le quali, in considerazione dell'accentuazione del carattere personalistico di tale genere societario a seguito della Riforma, nel senso di valorizzazione massima del contributo del socio connesso alle sue qualità personali e professionali piuttosto che del suo apporto oggettivo in denaro o beni, tali conferimenti sono invece consentiti dall'art. 2464 c.c.

l'eventuale possibilità di conferimento in natura deve necessariamente essere accompagnato da una relazione di stima redatta da uno o più esperti³⁵, il cui requisito di indipendenza³⁶ è garantito dalla Direttiva dalla designazione o autorizzazione di una autorità amministrativa o giudiziaria. Tale relazione deve contenere non solo la stima in sé del valore del conferimento in natura apportato, ma anche i criteri di valutazione utilizzati. Le medesime disposizioni dovranno essere applicate, secondo quanto disposto dall'art. 11 della Direttiva, in caso di acquisti della società da un socio fondatore per importi superiori al decimo del capitale sociale, nonché dall'autorizzazione dell'assemblea quando tali acquisti siano effettuati entro minimo due anni (termine lasciato, ad eccezione del minimo, alla autonomia degli Stati) dall'inizio dell'attività o dalla acquisita autorizzazione.

Anche in questo caso il legislatore italiano ha recepito le indicazioni poste dall'ordinamento comunitario disciplinando il procedimento di stima dei conferimenti di beni in natura e di crediti nell'art. 2343 c.c., ove è stabilito che l'esperto debba essere designato dal tribunale del luogo in cui ha sede la società, così, peraltro, risolvendo una passata questione di competenza territoriale. La norma fa proprio lo scopo del precetto comunitario al fine di ottenere una corretta valutazione dei conferimenti diversi dal denaro, a tutela dei terzi, ma anche della stessa società, puntando ad ottenere una esatta corrispondenza di valori tra capitale sociale sottoscritto e conferimenti apportati dai soci, evitando che i beni conferiti siano sopravvalutati, e che, dunque, la società possa emettere azioni in quantità eccessiva rispetto al valore reale dei beni acquisiti. Questo accadeva, almeno, fino a poco tempo fa. La disciplina sul conferimento di beni in natura o di crediti nelle società per azioni, infatti, è stata oggetto di una importante semplificazione, nel rispetto dei nuovi principi comunitari in materia. In

³⁵ Cfr. art. 10 Dir. 77/91/CEE.

³⁶ Tale requisito nella prassi applicativa delle norme emanate in conseguenza dell'attuazione della Seconda Direttiva negli Stati Membri non ha assunto carattere predominante. Invero, ed a titolo di esempio, la legislazione inglese riconosce la possibilità che il nominato esperto sia lo stesso revisore dei conti della società; ancora, in Italia, pur non essendo platealmente riconosciuta questa possibilità, non di rado il giudice acconsente alla nomina, quale esperto per la relazione di stima, di un soggetto indicato in modo informale dal socio che effettua il conferimento o dalla stessa società. Ma v. nt. successiva.

particolare si fa oggi espresso riferimento al concetto di *fair value*, per superare la necessità della relazione dell'esperto di nomina giudiziale³⁷.

Ancora più indicative nel senso della tendenza della Seconda Direttiva alla protezione del capitale sociale sono le norme in tema di distribuzioni di dividendi ed acquisto di azioni proprie. L'art. 15 della Direttiva in esame esclude, infatti, che si possa procedere a distribuzioni ai soci, ovvero, secondo la lettera d) della medesima norma, versamenti di dividendi e di interessi inerenti le azioni, quando, a chiusura dell'esercizio, l'attivo netto "è o potrebbe diventare, in seguito a tale distribuzione, inferiore all'importo del capitale sottoscritto", aumentato, però, delle riserve che la legge o lo statuto prevedono e che non possono essere, per la loro stessa funzione di garanzia, distribuite. Il paragrafo 2 dell'art. 15 prevede, poi, una serie di condizioni per i casi in cui la legge nazionale preveda la possibilità di pagamento di acconti sui dividendi. Inoltre, per ciò che concerne l'acquisto di azioni proprie, la Direttiva stabilisce che gli Stati debbano prevedere necessariamente l'autorizzazione da parte dell'assemblea, nonché che il valore delle azioni proprie acquisite dalla società e dalle eventuali controllate non possa superare il 10 per cento delle azioni della controllante; inoltre, in questo caso, le azioni acquistabili devono essere, al momento della sottoscrizione, già interamente liberate³⁸.

Sulla base dei principi posti dalla Direttiva, il legislatore italiano ha disposto che la deliberazione sulla distribuzione di utili ai soci deve essere adottata dall'assemblea nel contesto della approvazione del bilancio, affinché la decisione circa la distribuzione sia espressione della maggioranza dei soci, nel momento in cui essi sono consapevoli del risultato dell'esercizio. Così facendo, il legislatore pone a carico dell'assemblea il potere, e l'onere, di decidere se si possa o meno procedere alla distribuzione di utili, che potrà avvenire solo quando un utile

³⁷ Trova, così, riconoscimento il concetto di *fair value*, definito dai principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Un'altra importante novità introdotta dal D. Lgs. 224/10 consiste nell'estensione della facoltà per i soci, che rappresentino una minoranza qualificata, di richiedere, in tutte le ipotesi di aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura o di crediti, che si proceda a una nuova valutazione a opera dell'esperto nominato dal tribunale, qualora sia stato espressamente scelto il regime alternativo di conferimento senza la relazione di stima. Sul D. Lgs. 224/10 v. *infra*.

³⁸ Cfr. art. 19 Dir. 77/91/CEE.

effettivamente risulti dal bilancio che nella medesima adunanza l'assemblea è chiamata ad approvare. Distribuibile sarà solo l'*utile residuo*, ovvero al netto della quota equivalente al capitale sociale, aumentato delle riserve legali e statutarie previste, e lo sarà sotto forma di *dividendi* da assegnare alle singole azioni. Il diritto agli utili è uno dei diritti patrimoniali che spettano ai soci, ma la legge condiziona tale diritto al rispetto delle citate condizioni proprio per evitare che le somme assegnate ai soci sotto forma di dividendi possano causare pregiudizio alla società ed alla integrità del suo capitale. Per tali ragioni, il terzo comma dell'art. 2433 c.c. prevede che in caso di perdita del capitale sociale non possa far luogo ad alcuna ripartizione di utili, almeno fin quando il capitale stesso non venga reintegrato o ridotto, secondo le procedure previste, in misura corrispondente. Tali operazioni hanno lo scopo di annullare la perdita subita, evitando così che la società non riporti alcun pregiudizio dalla mancata produzione di utili o dalla loro insufficienza.

Per ciò che concerne, invece, l'acquisto di proprie azioni, il legislatore italiano, sempre attenendosi ai principi posti dalla Direttiva, ha disposto anzitutto che la azioni sono acquistabili dalla società nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili³⁹. Tali somme, infatti, così come sono liberamente distribuibili ai soci, sono liberamente utilizzabili dalla società per acquistare proprie azioni. Se così non fosse, infatti, il rischio sarebbe quello di una riduzione del capitale reale, senza che ci si sia peraltro attenuti al disposto dell'art. 2445 c.c., non accompagnata dalla riduzione del capitale nominale, violando, così, il vincolo di indisponibilità del patrimonio netto corrispondente al capitale sociale ed alla riserva legale⁴⁰. Se la società, infatti, dovesse impiegare somme diverse dagli utili e dalle riserve disponibili per l'acquisto di azioni proprie, utilizzando quindi il proprio capitale, diventerebbe debitrice di se stessa, da un lato, e le azioni dei soci che hanno apportato i conferimenti diventerebbero prive di valore, dall'altro; motivi per cui, tra l'altro, è necessario che, per le azioni da acquistare, siano stati versati completamente i conferimenti dovuti, cioè che le azioni siano interamente

³⁹ Cfr. art. 2357 c.c.

⁴⁰ CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2*, cit., 251.

liberate⁴¹. Evidente sarebbe, allora, il pericolo per i creditori sociali, che, se non fosse così previsto, rischierebbero di trovare come eccedenza delle attività rispetto alle passività solo titoli privi di valore.

Inoltre, l'acquisto è subordinato all'autorizzazione dell'assemblea⁴², la cui delibera non può essere generica, ma deve contenere le modalità di acquisto, nonché "il numero massimo di azioni da acquistare, la durata non superiore a diciotto mesi, ... il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo". Ancora, il valore nominale delle azioni proprie da acquistare non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendo conto delle azioni eventualmente possedute anche dalle società controllate.

Il legislatore italiano ha dunque predisposto, in sintonia con i criteri della direttiva, norme a tutela della trasparenza dell'operazione di acquisto di azioni proprie a favore proprio dei creditori della società, tanto che, in caso di acquisti in violazione delle condizioni poste, è sancita l'obbligatorietà o dell'alienazione delle azioni entro un anno, ovvero del loro annullamento, con conseguente riduzione del capitale sociale da parte o dell'assemblea, o, su istanza degli amministratori o del collegio sindacale, dal Tribunale.

La Seconda Direttiva pone, poi, numerosi altri principi nel senso della limitazione delle operazioni che possano in qualunque modo arrecare pregiudizio al capitale sociale. Tra queste vanno citate il divieto per la società emittente di nuove azioni, formulato per la verità in termini assai ampi, di accordare qualunque tipo di assistenza finanziaria al terzo che decida di acquistarle⁴³; l'ampiezza del divieto di *financial assistance* posto dalla Direttiva ha portato a ritenere che, di

⁴¹ SABATELLI E., Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente, in BUTTARO L. - PATRONI GRIFFI A., (a cura di), *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano, 1984, 288 ss.

⁴² Così disponendo la legge, il potere discrezionale degli amministratori, ai quali comunque spetta la valutazione circa l'*opportunità* dell'operazione, rimane circoscritto e vincolato dalla adesione, tramite la favorevole deliberazione, dei soci attraverso il loro organo rappresentativo.

⁴³ Così, ex art. 23 Dir. 77/91/CEE, la società non potrà anticipare fondi, o autorizzare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto da parte del terzo di proprie azioni. Dal divieto sono esclusi le banche e gli intermediari finanziari, e non si applica neanche nel caso in cui il terzo acquirente sia parte del personale della società, purchè l'operazione non tocchi il limite previsto dal n. 1 dell'art.15 della Direttiva, cioè purchè queste operazioni non portino l'attivo netto della società al di sotto dell'importo del capitale minimo sottoscritto, aumentato delle riserve legali e statutarie, così come accade per la distribuzione degli utili ai soci.

fatto, tali disposizioni hanno bandito alcune operazioni di leveraged buyout⁴⁴. La normativa italiana ha recepito il disposto comunitario non solo nel già citato art. 2357 c.c., ma anche nell'art. 2358 c.c., ove sono peraltro previste delle eccezioni volte a contemperare le opposte esigenze di aumentare la flessibilità della società nel cambiamento degli assetti proprietari e rispetto agli sviluppi del mercato, e la necessità di comunque garantire l'integrità del capitale sociale.

Ancora, specifiche regole sono dettate in tema di aumento e riduzione del capitale sociale, in riferimento, a titolo di esempio, al sovrapprezzo che, in sede di aumento, deve essere versato per l'intero all'atto della sottoscrizione; che le operazioni di aumento e riduzione del capitale siano deliberate dall'assemblea con il rispetto di determinati quorum, e così via. Tutte queste norme sono state recepite dal legislatore italiano il quelle contenute negli artt.2438-2447 c.c., poste nella sezione X, capo V, titolo V del libro V del codice civile, in argomento di modificazioni dello statuto, le cui relative delibere sono, dunque, di competenza dell'assemblea straordinaria.

2.3 La regola “Ricapitalizza o liquida”

Gli Stati membri, sulla scia della rotta segnata dalla Seconda Direttiva, spesso non si sono limitati ad attenersi strettamente a quanto da questa disposto, ma sono anche andati oltre, disponendo regole ancor più restrittive in tema di preservazione dell'integrità del capitale sociale. Così ha fatto anche l'Italia, che prevede una dettagliata disciplina in caso di importanti diminuzioni del capitale sociale.

La Seconda Direttiva prevede, invero, all'art. 17, che, in caso di una perdita che incide sul capitale in misura superiore alla metà o alla minore soglia stabilita

⁴⁴ Questo assunto deriva dal fatto che l'attivo della società acquisita attraverso l'operazione di leveraged buyout costituisce la garanzia per l'acquisizione, ove la prima società che acquisisce la seconda offre in garanzia alla terza società finanziatrice o alla banca le azioni o il patrimonio della società acquisita. Così WYMEERSCH E., *European Company law*, cit., 4; WEIGMANN V.R., *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, in *Contratto e impresa/Europa*, 1996, 487 ss., 501.

dagli Stati Membri – così come stabilito dal secondo comma – l'assemblea deve essere convocata entro un termine, indicato dagli Stati membri, “*per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti*”. Poco più avanti, all'art. 34, prevede anche che “*il capitale sottoscritto non può essere ridotto ad un importo inferiore al capitale minimo...*”.

Il legislatore italiano ha, quindi, regolato agli artt. 2446 e 2447 c.c. le ipotesi di riduzione del capitale per perdite e della sua riduzione al di sotto del limite legale. In entrambi i casi l'assemblea è chiamata⁴⁵, nel più breve tempo possibile, a pronunciarsi sui provvedimenti da prendere, che possono essere o la riduzione del capitale proporzionalmente alle perdite accertate ovvero la riduzione con contestuale aumento al fine di riportarlo ad un importo non inferiore al minimo stabilito per legge o la trasformazione della società.

Entrambe le norme in questione hanno il chiaro intento di garantire la ricostituzione della corrispondenza tra capitale sociale nominale e reale, a tutela di tutti i soggetti terzi che entrano in contatto con la società. Ed in ogni caso il legislatore, sempre in tale ottica, ha sentito il dovere di stabilire la necessità del mantenimento del minimo del capitale sociale, tanto che, se non si provvede alla ricostituzione del capitale almeno nella sua misura minima, o non si provvede con la trasformazione del tipo societario, la perdita funge quale causa di scioglimento della società, come è subito confermato dall'art. 2484 n. 4), c.c., che lo elenca tra le possibili cause di scioglimento. Il legislatore, dunque, prevede, a fronte del rischio di perdita grave del capitale sociale, delle altrettanto gravi conseguenze in caso di mancata attuazione di una delle soluzioni da lui predisposte.

Dall'analisi e dalla comparazione delle norme di indirizzo comunitarie con quelle nazionali appare evidente che il legislatore italiano sia andato effettivamente oltre la generica previsione comunitaria. Invero, quando l'art. 17 della Seconda Direttiva si riferisce ad “*altri provvedimenti*” non definisce quali questi possano essere. Il legislatore italiano ha, dunque, preferito una strada iper-

⁴⁵ L'art. 2446 c.c., ultimo comma, prevede altresì che, nel caso in cui la società abbia emesso azioni prive di valore nominale, la competenza a pronunciarsi sulla riduzione del capitale possa essere assegnata dallo statuto o da un'assemblea straordinaria al consiglio di amministrazione.

protettiva del capitale: nessuna norma della Seconda Direttiva impone, infatti, l'adozione di una qualunque deliberazione di ricapitalizzazione, trasformazione o scioglimento da parte dell'assemblea, così salvaguardando in tutto e per tutto il capitale minimo. Ciò significa che la Direttiva, a ben guardare, sembrerebbe lasciare sostanzialmente libera l'assemblea di rimanere anche inerte a seguito della perdita. E per di più, le cautele richieste ai legislatori nazionali riguardano solo le ipotesi di "gravi" perdite, il che equivale a dire che, in caso di perdite "non gravi"⁴⁶ non sorge alcun obbligo di convocazione dell'assemblea, anche se, di fatto, ci troveremmo comunque di fronte ad una società con un patrimonio netto inferiore al capitale. Inoltre, l'art. 34 della Seconda Direttiva, si limita semplicemente a vietare qualsivoglia deliberazione che porti al di sotto del minimo legale il capitale di una società, null'altro disponendo in merito, dunque senza che nessuno imponga, in tal caso, ricapitalizzazione, trasformazione o scioglimento della società; in sostanza, in base alle citate norme, non può di certo affermarsi che la Seconda Direttiva esiga determinati provvedimenti da parte della società in presenza di perdite di capitale.

La regola posta dal legislatore italiano⁴⁷, che la dottrina⁴⁸ ha definito "ricapitalizza o liquida", non è dunque espressamente prevista dalla Seconda Direttiva, ma è un'aggiunta che il legislatore italiano ha introdotto comunque nello spirito della normativa comunitaria, alla quale risulta, in ogni caso, strettamente connessa. Questo si comprende facilmente se si ripensa ai criteri ispiratori della Seconda Direttiva, tutta improntata alla conservazione del capitale sociale. Nell'ambito della normativa comunitaria, le norme dettate su questo tema giocano un ruolo di primo piano, nella misura in cui la necessità di conservazione del capitale sociale si rinviene anche nelle norme che pongono limiti alle distribuzioni di utili ai soci.

Inoltre, che la conservazione del capitale sia l'interesse primario della

⁴⁶ Sul concetto di gravità o meno della perdita è illuminante il secondo comma dell'art. 17 della Seconda Direttiva, per il quale "*La legislazione di uno Stato membro non può fissare a più di metà del capitale sottoscritto l'importo della perdita considerata come grave*".

⁴⁷ Ma posta similmente anche, a livello comunitario, dal legislatore francese nel Code de commerce, artt. L225 ss., o da quelli spagnolo e svedese.

⁴⁸ ENRIQUES L.- MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit.

normativa di cui stiamo trattando lo si intuisce anche considerando l'aggravio di responsabilità a carico degli amministratori, ai quali, non appena si verifichi la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, la legge impone di operare al meglio al fine di conservare il patrimonio sociale, ponendo in liquidazione la società od eliminando la causa di scioglimento attraverso la ricapitalizzazione, a tutela sia del capitale che del diritto dei soci alla conservazione della quota di liquidazione⁴⁹. Tali responsabilità aumentano se gli amministratori non operano secondo una delle vie tracciate dal legislatore, che sono riassunte nella regola "ricapitalizza o liquida".

E' dunque agevole comprendere che, chi critica la classica impostazione delle norme in tema di tutela del capitale sociale, criticherà allo stesso modo questa regola, che è uno dei frutti di tale impostazione.

2.4 Il progetto di semplificazione della Seconda Direttiva

La Commissione europea, già dalla seconda metà degli anni Novanta, si era posta la necessità di un processo di semplificazione normativa in diversi settori economico giuridici. Aveva così creato il progetto SLIM, *Simpler Legislation for the Internal Market*, proprio con lo scopo di una semplificazione delle normative degli Stati membri nei settori di volta in volta affrontati.

La Commissione ha deciso, quindi, di estendere il progetto anche alle normative degli Stati membri in materia di diritto societario, a seguito

⁴⁹ Proprio questo sistema di obblighi di cautela gestionale in capo agli amministratori, consistenti nel ripianare le perdite e nel valutare diligentemente l'opportunità o meno del compimento di determinate operazioni, è parte integrante del sistema del capitale sociale, in uno ai limiti alla distribuzione degli utili di esercizio fino al ripianamento della perdita, o alla situazione patrimoniale che gli stessi amministratori devono redigere per un'adeguata informazione dei soci. Tali obblighi gestionali sono ancora più pregnanti nel caso di scioglimento e liquidazione della società in seguito alla riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, e sono infatti disciplinati nel nostro ordinamento dagli artt. 2485 e 2486 c.c. a tutela dei creditori da scelte di amministrazione per loro rischiose. In particolare, tali obblighi consistono nella conservazione del capitale sociale, attraverso o la liquidazione della società ovvero nell'eliminazione della causa di scioglimento attraverso la ricapitalizzazione. MIOLA M., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in BALZARINI P., CARCANO G., VENTORUZZO M., (a cura di), *La Società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Collana Riv. Soc., Milano, 2007, 444 ss.

dell'emanazione della Seconda Direttiva in materia societaria. Infatti, proprio a seguito del recepimento di tale atto di indirizzo comunitario era sin da subito emersa la necessità di modificare alcune delle sue disposizioni per rispondere alle esigenze di maggiore flessibilità richieste dal mercato per reagire più tempestivamente ed efficacemente ai suoi sviluppi.

Il progetto SLIM ha riunito esperti di amministrazioni nazionali, rappresentanti dei destinatari della normativa e funzionari della Commissione europea *con lo scopo di semplificare la legislazione relativa al diritto societario interno*, quale risultava dal recepimento nelle legislazioni nazionali delle norme poste dalla Seconda Direttiva.

Il gruppo di lavoro così formato ha, dunque, esaminato l'impatto della Seconda Direttiva nelle legislazioni nazionali degli Stati Membri ed ha, quindi, proposto dei suggerimenti che sono, però, allo stato attuale, rimasti tali⁵⁰. In ogni caso, nell'ottica del presente lavoro, e nella ipotesi di una messa in discussione del sistema del tutto *creditor oriented* che ha adottato il nostro Paese in tema di rapporto capitale sociale-creditori, appare interessante analizzare le proposte del gruppo di lavoro SLIM, che potrebbero essere interpretate nel senso di un ripensamento sul sistema normativo in tema di protezione del capitale sociale così come fino ad oggi impostato.

La Commissione ha dunque avviato un progetto per fasi nel 1996 con lo

⁵⁰ La Commissione aveva sin da subito rilevato che l'iniziativa, di per sé, appariva estremamente valida, ma non aveva neppure rinunciato a precisare che il successo di tutta l'operazione sarebbe in effetti dipeso dalla volontà del Consiglio dei ministri di riesaminare la legislazione vigente, adottando le modifiche proposte dalla Commissione sulla base dei risultati del gruppo di lavoro SLIM. La Commissione era ben cosciente che l'inflazione legislativa a livello nazionale ben può costituire un grosso intralcio alla realizzazione del mercato unico, motivo per il quale ha sempre sollecitato gli Stati membri a semplificare anch'essi le loro normative. L'allora Commissario europeo, oggi (novembre 2011) Presidente del Consiglio dei Ministri italiano, affermava *"Il lavoro che abbiamo cominciato avviando il progetto SLIM ha dato i suoi frutti. I risultati di questa prima fase sono incoraggianti, confermano la validità del metodo prescelto e sono tali da giustificare l'estensione dell'iniziativa ad altri settori della legislazione comunitaria. La Commissione ha intenzione di perseguire con determinazione la semplificazione e il miglioramento della legislazione, ma invita in pari tempo il Consiglio ad impegnarsi anch'esso in questo compito in tutta la misura del possibile. È evidente, infatti, che il successo di questa iniziativa dipende dalla capacità del Consiglio di accettare cambiamenti della legislazione nel senso della sua semplificazione (...) che costituisce un'operazione di rara efficacia per promuovere la competitività delle imprese."* Il riassunto della conferenza stampa del 06 novembre 1996 è reperibile all'indirizzo <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/96/1990&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLanguage=en>.

scopo di analizzare la legislazione interna dei mercati nazionali. Il progetto ha esaminato ben 17 settori legislativi trasversalmente durante le sue cinque fasi, protrattesi dal 1996 al 2002, e tra questi anche quello del diritto societario, con particolare riferimento ai temi trattati dalle direttive comunitarie in questa materia. Proprio durante l'ultima fase, nell'anno 2002, la Commissione Europea diede mandato al Gruppo di Alto Livello di Esperti di Diritto Societario di presentare un rapporto sulla modernizzazione del diritto societario comunitario. Tale rapporto non si è limitato ad accettare le proposte di semplificazione della Seconda Direttiva avanzate dal gruppo SLIM, ma è andato oltre, ipotizzando per la prima volta un regime alternativo al capitale sociale per la protezione dei creditori fondato su un "adequate insolvency test", ovvero un vero e proprio test atto a sondare l'adeguatezza delle risorse societarie al fine di considerare solvibile una società⁵¹, impostato su forti requisiti pubblicitari.

Prima di questo, il gruppo di lavoro SLIM ha esaminato solamente alcune delle disposizioni contenute nella Seconda Direttiva, almeno quelle ritenute più condizionanti, senza entrare nel merito della problematica sollevatasi intorno alla necessità di un identificato capitale sociale, considerato, come argomentato prima, il "prezzo" della responsabilità limitata dei soci.

Ad esempio, ha proposto di estendere il novero delle eccezioni previste dall'art. 10 della Seconda Direttiva alla regola della relazione di stima per i conferimenti in natura, quando si tratti di conferimenti di strumenti finanziari posti sul mercato regolamentato⁵² o quando i conferimenti siano già stati di recente valutati da un esperto indipendente. Oppure, con riguardo alle azioni

⁵¹ Su tale argomento si tornerà meglio nel prosieguo.

⁵² WYMEERSCH E., *European Company Law: The <Simpler Legislation for the Internal Market> (SLIM) Initiative of the EU Commission*, Financial Law Institute, Working Paper n. 2000-09, 2000, in <http://www.law.ugent.be/econr/fli/WP/wp2000-09.pdf>, 5, che rinvia come sia necessario dare adeguata considerazione all'influenza dei mercati mobiliari, in quanto a fare la differenza tra quando la direttiva è stata emanata ed oggi è proprio la presenza di mercati mobiliari attivi ed affidabili. Lo stesso autore, in riferimento all'assedio all'istituto del capitale sociale, testualmente afferma che "Some consider that the requirement (il capitale) has not prevented companies to fail, while the minimum capital- which has not been adapted since the 1970's - constitutes a mere optical safeguard for creditors. They further argue that American companies, and UK private companies limited function without any legal capital requirement. Creditors can be equally or even better protected by using other tools, based on financial disclosure by the debtor company, or by intervention of third parties".

proprie ed al loro acquisto da parte della società, il gruppo ha criticato la eccessiva rigidità delle norme in materia. Invero, la durata massima dell'autorizzazione, stabilita in diciotto mesi, è stata ritenuta facilmente aggirabile attraverso la possibilità di autorizzazioni successive volte all'estensione del predetto limite temporale, ed ha dunque proposto di aumentare tale termine in cinque anni; ancora, parimenti eccessiva è stata ritenuta la regola del limite di acquisto di azioni proprie al 10 per cento del capitale sottoscritto, nella misura in cui la società disponga di attivi netti distribuibili, ben potendo essere anch'essa facilmente elusa attraverso una serie di acquisizioni successive di azioni proprie: sarebbe, allora, più logico e meno restrittivo rapportare il limite al patrimonio netto piuttosto che al capitale sottoscritto.

In merito, invece, al divieto di *financial assistance* posto all'art. 23 della Seconda Direttiva il gruppo di lavoro SLIM ha rinvenuto di essere concorde con la riduzione al minimo del divieto posto dalla normativa comunitaria, e che questo possa avvenire o limitando l'assistenza finanziaria all'importo dell'attivo netto distribuibile, oppure limitando il divieto all'assistenza per la sottoscrizione in caso di emissioni di nuove azioni. Quindi, la posizione del gruppo è stata nel senso di indicare alla Commissione la revisione della norma, limitandone l'ambito di applicazione: limitare, cioè, l'attività di *financial assistance* a quella parte di patrimonio sulla quale i creditori non possono far valere alcun diritto, ovvero gli attivi netti distribuibili⁵³.

Nel 2002 il citato Gruppo di Alto Livello di Esperti di Diritto Societario ha redatto un nuovo report nel quale sono riprese le raccomandazioni del gruppo di lavoro SLIM, opportunamente modificate ed anche ampliate⁵⁴. Tra le diverse

⁵³ Questa considerazione deriva dall'analisi di ciò che avviene in alcuni stati membri in relazione all'attività di *financial assistance* da parte delle società a responsabilità limitata, le quali non sono soggette alla Seconda Direttiva - WYMEERSCH E., *European Company Law*, cit., 5, il quale poco prima afferma che "*the financial assistance to a third party to acquire shares in the company does not affect the situation of the company. The transaction may affect the company if the debtor is unable to repay the loan, but this is a matter of decision by the board. There may be issues of conflict of interests involved, but they should then be dealt with under that heading, not by an outright prohibition. (...)The cost of the prohibition is considerable and, as recognised in the UK, unjustified*".

⁵⁴ "High Level Group of Company Law Experts", che ha redatto il c.d. "SLIM-plus approach".

raccomandazioni nel senso di una sempre maggiore semplificazione normativa questo report si è occupato di suggerire, ad esempio, l'introduzione delle necessarie modifiche per consentire l'emissione di azioni senza valore nominale, ovvero di consentire il conferimento in natura senza la relazione dell'esperto qualora il valore attribuito alle attività possa essere ricavato da parametri di valutazione affidabili (prezzo di mercato; bilanci sottoposti a revisione; altre valutazioni recenti, comunque redatte non oltre i sei mesi prima). In particolare, con riferimento alla protezione dei creditori in caso di riduzione del capitale sociale, il report in questione prevede pure che sia necessario per il creditore provare il pregiudizio derivante ai loro diritti dalla riduzione del capitale. Conformemente a quanto già rilevato dal gruppo SLIM il report parla anch'esso sia della eliminazione del limite quantitativo del dieci per cento del capitale all'acquisto di azioni proprie, sia dell'eliminazione del divieto di assistenza finanziaria, limitandola all'ammontare degli utili distribuibili e delle riserve disponibili e prevedendo l'autorizzazione dell'assemblea.

Le considerazioni circa questi aspetti di criticità delle norme di matrice comunitaria sul requisito patrimoniale delle società per azioni e la necessità di semplificazione del sistema normativo quale risultava a seguito della Seconda Direttiva, del suo recepimento negli stati membri e dal dibattito derivatone, hanno indotto il legislatore comunitario ad emanare più recentemente la Direttiva 2006/68/CE⁵⁵, che ha riconosciuto per la prima volta la possibilità per gli Stati membri di introdurre alcune deroghe e semplificazioni in ordine alla disciplina dei conferimenti non in contanti e dell'acquisto di azioni proprie, nonché la possibilità della concessione di prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie. Questa Direttiva è il frutto del citato dibattito in ordine alla possibilità di rivedere in

⁵⁵ Direttiva 2006/68/CE del 06 settembre 2006 che modifica la direttiva 77/91/CEE del Consiglio relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale, attuata in Italia attraverso l'emanazione del D.Lgs. 4 agosto 2008 n. 142, sulla base della delega contenuta negli artt. 1 e 23 della L. 25 febbraio 2008, n. 34 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria per il 2007) entrato in vigore il 30 settembre 2008. Da ultimo, il legislatore è intervenuto in materia di conferimenti in natura o crediti senza necessità della relazione di stima con il D. Lgs. 29 novembre 2010, n. 224, in vigore dall'8 gennaio 2011, con lo scopo di introdurre ulteriori semplificazioni nell'effettuazione dei citati conferimenti.

qualche modo le norme del sistema sul capitale sociale, e chiarificatori in tal senso sono, come sempre, i *considerando* della Direttiva.

Già dall'analisi del breve testo di questo atto normativo si comprende come il legislatore comunitario abbia recepito a sua volta le perplessità sollevate in ordine ad un sistema eccessivamente rigido e drasticamente impostato in senso *creditor oriented*. Lo esprime chiaramente nella misura in cui espressamente afferma che *“la semplificazione e la modernizzazione della direttiva 77/91/CEE contribuirebbero in modo sostanziale a promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti e i creditori”*⁵⁶. Il legislatore comunitario non ha mai, comunque, sacrificato le citate necessità di tutela dei soggetti, azionisti e creditori, i cui interessi sono irrimediabilmente coinvolti dalla normativa considerata, ma per la prima volta esso stesso considera la possibilità che pari grado di tutela di tali soggetti possa derivare dalla percorribilità di vie alternative al regime di salvaguardia del capitale.

Pur avendo trattato in più punti la disciplina della salvaguardia e delle modificazioni del capitale sociale contenuta nella Seconda Direttiva, l'intervento di sua riforma operato dal legislatore comunitario è stato considerato riduttivo⁵⁷, nella misura in cui a tale aggiornamento non si è accompagnato un totale ripensamento del sistema del capitale sociale. In effetti, tale Direttiva si occupa di quattro grandi aree tematiche, cioè dei conferimenti in natura o di crediti, acquisto di azioni proprie, *financial assistance* e audizione giudiziaria dei creditori nei casi di riduzione del capitale sociale.

Per ciò che concerne la disciplina dei conferimenti in natura, la riforma del 2006 ha introdotto la possibilità di deroga alla disposizione per la quale è necessaria la relazione di stima dell'esperto designato dal tribunale. La deroga è, in ogni caso, subordinata all'esistenza di condizioni pre-determinate, e quindi non lasciata alla arbitrarietà della volontà degli azionisti, neanche in sede di costituzione della società. La deroga è possibile quando si tratti, ad esempio, di

⁵⁶ Cfr. Secondo Considerando Dir. 2006/68/CE.

⁵⁷ ABRIANI N., *Il capitale sociale dopo la “nuova” Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. “semplificazione” della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in www.associazionepreite.it/scritti/abriani006.php, 3.

valori mobiliari già corredati una propria valutazione attraverso il prezzo medio ponderato di negoziazione, oppure si tratti del conferimento di attività diverse il cui valore equo sia già stato valutato da «un esperto indipendente abilitato», quindi non un esperto designato dall'autorità giudiziaria, come accade in Italia, o amministrativa, entro i sei mesi anteriori al conferimento stesso. Ancora, è derogabile la norma in questione quando il valore del conferimento in natura sia per presunzione certo perché indicato in documenti contabili obbligatori sottoposti a revisione.

Sulla disciplina dell'acquisto di azioni proprie, la riforma della Seconda Direttiva è intervenuta sia nel senso di ampliare da diciotto mesi a cinque anni la durata dell'autorizzazione assembleare, sia nel senso di ampliare il limite dell'ammontare delle azioni proprie che la stessa società emittente può acquistare.

Con riguardo all'attività di *financial assistance* il n. 6 dell'art. 1 della direttiva di riforma stabilisce che quando la società sia autorizzata dallo Stato di appartenenza ad anticipare fondi, accordare prestiti o garanzie per l'acquisizione di proprie azioni da parte di soggetti terzi, devono essere rispettate precise condizioni, individuate se specificamente elencate. Si deve trattare di operazioni a condizione di mercato eque, con specifico riferimento al tasso di interesse, e che venga concretamente stimato caso per caso il merito di credito del soggetto terzo che chiede il finanziamento, il quale acquisirà azioni della società ad un "giusto prezzo"⁵⁸. Queste operazioni sono comunque sotto la responsabilità degli amministratori, che le deve però sottoporre all'autorizzazione dell'assemblea, corredandola di una relazione circa le ragioni, l'interesse per la società, il prezzo, le condizioni e gli eventuali rischi per la solvibilità della società. Ulteriore condizione è che l'importo complessivo dell'assistenza finanziaria concessa a terzi sia limitata agli utili distribuibili e alla riserve disponibili. Tale importo verrà, quindi, iscritto in bilancio nel passivo, come riserva indisponibile.

La Direttiva 2006/68/CE affronta, infine, il tema della riduzione del capitale sociale, stabilendo che gli stati membri debbano consentire ai creditori la possibilità di rivolgersi all'autorità amministrativa o giudiziaria competente per

⁵⁸ Cfr. Dir. 2006/68/CE, art. 1, n.6, par. V.

ottenere adeguate tutele, a condizione che venga dimostrato che la riduzione pregiudica i loro diritti e che la società non ha fornito loro adeguate tutele sotto altre forme, a completamento ed attuazione dell'art. 32 della Seconda Direttiva.

Su impulso della citata direttiva di riforma il legislatore italiano ha recepito le norme comunitarie attraverso il D.Lgs. 4 agosto 2008 n. 142, sulla base della delega contenuta negli artt. 1 e 23 della L. 25 febbraio 2008, n. 34 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria per il 2007) entrato in vigore il 30 settembre 2008.

Il D. lgs. 142/2008 è proprio incentrato sia sui sistemi alternativi e semplificati dei conferimenti in natura o di crediti rispetto al regime generale posto all'art. 2343 c.c., introducendo gli artt. 2343^{ter}, sui conferimenti citati senza necessità della relazione di stima, e 2343^{quater} c.c., sulle eventuali situazioni eccezionali o comunque rilevanti che incidono sulla valutazione del conferimento non in denaro, sia sulla riscritta disciplina dell'attività di *financial assistance* delle società a soggetti terzi, ex artt. 2357 e 2358 c.c.

Nulla contiene, invece, il D. lgs. 142/2008 circa la imposta tutela di cui i creditori devono disporre secondo la riforma della Seconda Direttiva; ma, d'altro canto, nel nostro ordinamento già esiste la possibilità per i creditori di opporsi, ex art. 2445 c.c., alla riduzione del capitale sociale.

Ancora più di recente, il legislatore italiano è tornato a rimaneggiare le norme in tema di conferimenti in natura con il D. lgs. 224/2010⁵⁹, intervenendo proprio sulle citate norme che hanno introdotto la possibilità di non procedere alla relazione di stima di cui all'art. 2343 c.c. Quest'ultima modifica legislativa, nell'ottica dell'aumento del novero delle situazioni in cui la relazione non è necessaria, nel quadro di una più generale semplificazione del sistema in materia a seguito dei lavori dei gruppi di esperti nominati ad hoc dalla Commissione europea, ha stabilito che la nomina dell'esperto possa essere evitata in anche nei casi o di conferimenti di valori mobiliare o di strumenti del mercato monetario,

⁵⁹ D.lgs. 29 novembre 2010, n. 224, entrato in vigore l'8 gennaio 2011, in materia di costituzione di società per azioni, salvaguardia e modificazioni del loro capital sociale.

quando a questi non sia applicabile il primo comma dell'art. 2343^{ter}⁶⁰, ad esempio perché questi non sono negoziati su un mercato regolamentato da almeno sei mesi, quando il valore ad essi attribuito è pari o inferiore “*al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento, a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento*”⁶¹.

Il riferimento al *fair value* è stato uno dei punti focali della modifica legislativa introdotta dal d. lgs. 224/2010, che ha usato questa espressione per sostituire quella precedente di *valore equo*. Per definire cosa sia il *fair value*, un aiuto viene dal comma quinto della norma in esame⁶², per il quale per la definizione di tale concetto ci si deve riferire ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea. La modifica si è resa necessaria per chiarire i dubbi che la allocuzione “valore equo” aveva suscitato, al fine di far prevalere il valore di mercato del bene, ed i richiamati principi definiscono il *fair value* quale corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, od una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, nell'ambito di una transazione tra terzi indipendenti, ed in ogni caso, deve essere riferito al bilancio dell'esercizio precedente. Il criterio, così individuato, permette di esprimere il valore anche potenziale dell'elemento patrimoniale oggetto di valutazione nel caso di specie, che tiene anche in considerazione tanto le condizioni di mercato quanto le sue specificità.

Il legislatore è pure intervenuto sulla individuazione dell'esperto che abbia eventualmente già redatto una relazione di stima del bene in natura o del credito entro i sei mesi precedenti al conferimento. Si deve trattare di un soggetto di cui possa essere garantita l'indipendenza sia da chi effettua il conferimento, sia dalla società e dagli stessi soci, in particolar modo da coloro che esercitano il controllo

⁶⁰ Cfr. art. 2343^{ter}, il cui secondo comma, in analisi, è stato appunto sostituito dal d. lgs. 224/2010. Il primo comma della norma testualmente recita “*Nel caso di conferimenti di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento*”.

⁶¹ Art. 2343^{ter}, secondo comma, lett. a), c.c.

⁶² Stesso riferimento è contenuto all'art. 2427, secondo comma, c.c.

all'interno della società, oltreché dotato di adeguata e comprovata professionalità.

Il d. lgs. 224/10 è intervenuto, altresì, sull'art. 2343^{quater} c.c. Questa norma, inserita dal d. lgs. 142/2008, disciplina il potere degli amministratori di verificare l'eventuale sopravvenienza di fatti eccezionali e/o rilevanti che abbiano inciso sia sulla valutazione dei conferimenti effettuati, sia sull'eventualità che non siano stati adeguatamente onorati i requisiti di professionalità ed indipendenza dell'esperto che abbia precedentemente provveduto alla relazione di stima. Il d. lgs. 224/2010 è intervenuto sulla disposizione in sue modi: da un lato, se prima la variazione del valore dei beni conferiti rilevava alla data effettiva del conferimento, adesso ci si deve necessariamente riferire, quale indicazione temporale, al valore alla data di iscrizione della società nel registro delle imprese, in quanto è da questo momento che il conferimento è opponibile a terzi; dall'altro, si è chiarita la questione, rilevata anche dalla dottrina, per la quale, nel riconosciuto caso che non siano stati rispettati i requisiti richiesti, gli amministratori devono necessariamente avviare il procedimento richiesto dall'art. 2343 c.c., così confermando l'intento del legislatore di non sostituire il regime ordinario definitivamente, e rendendo quello semplificato solo un'alternativa, che dovrà abbandonarsi nella misura in cui fatti eccezionali nuovi e rilevanti abbiano reso in qualche modo inattendibile il valore dei conferimenti di cui si tratta.

2.5 Costi e benefici della normativa sul capitale sociale. Possibili alternative?

Questi numerosi interventi legislativi in materia sono stati dettati non solo dalla necessità di adeguare sempre più la disciplina nazionale alle disposizioni comunitarie, ma anche dalla esigenza di semplificazione del sistema di norme in tema di capitale sociale estremamente rigido e poco consono alle rivendicazioni delle società di una disciplina più dinamica, almeno quanto il mercato richiede.

Non è un caso che molti autori⁶³ abbiano analizzato il rapporto costi-

⁶³ ENRIQUES L. – MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., 97 ss.,

benefici della normativa imperativa sul capitale sociale così come fino ad oggi impostata rispetto ad eventuali soluzioni alternative, e tale rapporto deve comunque confrontarsi tanto alla maggiore convenienza dei creditori quanto alla capacità degli eventuali sistemi alternativi individuati di rendere possibile misurare in qualche maniera il grado di solvibilità di una società.

Questi stessi autori discorrono in merito alla previsione del capitale sociale minimo obbligatorio. La fissazione in maniera rigida di un predeterminato ammontare per tutte le società dello stesso tipo non può in effetti affermarsi che abbia raggiunto lo scopo, più o meno esplicito, che il legislatore si era prefissato, cioè la prevenzione dello stato di insolvenza⁶⁴, attraverso la fissazione di un parametro – per l'appunto il capitale – in rapporto di adeguatezza, o non manifesta insufficienza, con le esigenze della attività societaria⁶⁵. In buona sostanza la disposizione è apparsa agli occhi dei più troppo generica rispetto alle reali esigenze di ogni specifica realtà societaria⁶⁶, oppure comunque troppo riduttiva al fine di garantire realmente la solvibilità, dimostrandosi incapace di tutelare realmente i creditori, e quindi, ed allo stesso tempo, odiosamente limitante dal punto di vista dei ridondanti divieti di distribuzioni o pagamenti di dividendi⁶⁷.

L'analisi costi-benefici riguardava anche i costi dei procedimenti di conferimento in società di entità in natura, e le critiche mosse in tal senso

MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale*, cit., 1213 ss., MÜLBERT P.O. - BIRKE M., *Legal Capital*, cit., 716, che altresì evidenziano il vantaggio della maggiore flessibilità rispetto al classico sistema basato sul capitale sociale nella possibilità, ad esempio, di adattare il limite della distribuzione di dividendi al patrimonio netto presente al momento della erogazione del credito da parte del terzo, e non all'importo del capitale fissato in sede di costituzione della società, così adeguando il divieto di volta in volta alla concessione di credito di ciascun creditore.

⁶⁴ MÜLBERT P.O. - BIRKE M., *Legal Capital*, cit., 718.

⁶⁵ Chi non ha accettato di accogliere l'ipotesi di fornire la società di quel minimo di capitale che sia quello adeguato alla sua attività ha però al contempo apprezzato la normativa belga che concilia la presenza del capitale sociale con la necessità della redazione di un piano finanziario della società. Il legislatore belga, invero, ha disposto che la *société anonyme* e la *société à responsabilité limitée* siano dotate, nel momento stesso della loro costituzione, di un piano finanziario che indichi l'idoneità del capitale fissato rispetto all'attività che sarà esercitata dalla società. In caso di insolvenza della società la pena è decisamente grave: è, infatti, prevista la responsabilità illimitata dei soci quando l'insolvenza si sia verificata entro i tre anni dalla costituzione della società e si sia dimostrato che il capitale sociale è, di fatto e nonostante il piano finanziario, risultato insufficiente ai fini dell'attività della società nel periodo di almeno due anni. In tal senso WOOLDRIDGE F., *Some characteristics of the Belgian SPRL: comparisons with the SA*, in *Company Lawyer*, 2002, 161 ss.

⁶⁶ DAVIES P., *Introduction to Company Law*, Oxford, 2002, 85.

⁶⁷ LE CANNU P. - PARLEANI G., *Le financement du capital*, in *Rev. Soc.*, 2005, 13.

possono ben considerarsi alla base di quel processo di riforma che ha inciso decisamente, e fino a poco tempo addietro, sulla normativa in materia. Prima dei già citati interventi legislativi, infatti, si rimproverava aspramente la onerosità della disciplina in tema di conferimenti in natura sia in termini di tempo che di danaro. Nei tempi, infatti, la procedura di valutazione finiva con l'essere tanto gravosa da arrivare a ritardare persino la costituzione della società, ed in termini di danaro rendeva impossibile evitare gli ulteriori costi inerenti l'attività dell'esperto valutatore⁶⁸.

Le regole sul capitale sono state considerate eccessivamente gravose anche nella misura in cui non consentono il conferimento di prestazioni d'opera o di servizi in s.p.a. La critica deriva dalla considerazione che le società di nuova costituzione il più delle volte hanno pochi mezzi di finanziamento e dunque scarsa liquidità, ma al contempo abbisognano del costante servizio di professionisti quali avvocati, contabili e consulenti⁶⁹. Chi critica tale complesso sistema di disposizioni imperative ipotizza che esso possa finire anche col danneggiare, oltre gli azionisti e la posizione della società nel mercato in sé, anche gli stessi creditori, nel cui interesse le norme sarebbero invece state poste. Se è vero che le norme sul capitale intendono tutelare quei creditori, più deboli, cioè che non godono di ampi poteri contrattuali, è anche vero che proprio tali soggetti non traggono concreti vantaggi dalla loro attuazione.

Al contempo, i costi che derivano dalla pedissequa loro attuazione graverebbero in definitiva sugli stessi creditori, nella misura in cui essi gravano

⁶⁸ KÜBLER F., *The rules on capital under the pressure of Securities Markets* in HOPT K. J. - WYMEERSCH E., (a cura di), *Capital Markets and Company Law*, 2003, 95. ENRIQUES L. - MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., 109, rilevano, altresì, che in quasi tutti gli Stati membri le regole sulle società di capitali "minori", quali le società a responsabilità limitata, sono generalmente molto più flessibili, e questo crea un indubbio vantaggio, che è così evidente da portare le società a scegliere di costituirsi in questa forma, cosa che, effettivamente, normalmente accade. Gli autori, così, analizzano anche altre regole in tema di capitale considerate eccessivamente onerose quali le restrizioni sulle distribuzioni di utili, l'acquisto di azioni proprie, l'attività di *financial assistance* o il valore nominale delle azioni. Certo, bisogna dire che grandi passi avanti sono stati fatti, e successivamente allo scritto di questi autori gli interventi legislativi di cui si è già discusso sono comunque intervenuti nel senso della semplificazione e della maggiore efficienza delle disposizioni su queste tematiche.

⁶⁹ In tal senso ZINGALES L., *In search of new foundations*, in J. Fin., 2000, 1642, per il quale nella c.d. "new economy" le idee valgono molto di più dei beni materiali.

sulla stessa società⁷⁰. Se i creditori immaginassero un più elevato rendimento del loro investimento, comunque rischioso, sarebbero ben disposti ad esporsi anche ad un più elevato rischio, compensandolo con un adeguato tasso di interesse. Ma se questi stessi creditori già conoscono dei costi che la società affronta quotidianamente per ottemperare a tutte quelle norme, difficilmente potranno decidersi in tal senso. Dunque, gli investitori, quali le banche, che preferiscono un rendimento certo a fronte di uno più elevato, possono considerarsi tutelati dalla norme in questione, non così altri possibili enti finanziatori quali le società finanziarie, che mirano al maggior guadagno e sono, per questo, più disposti a rischiare.

In questo modo si riduce in modo significativo il rendimento del capitale di rischio, e questo concretamente scoraggia gli investimenti ed aggrava, così, il problema della sottocapitalizzazione delle società, in una sorta di circolo vizioso in cui il problema viene aggravato dalle disposizioni che erano state poste per risolverlo. Invero, si deve pure considerare che è evidenza della cronaca quotidiana che l'insolvenza di una società non è cosa così remota⁷¹. Così considerando, allora, chi critica le norme sul capitale sociale afferma che esse non abbiano raggiunto lo scopo preposto.

Benché gli autori confrontatisi su tali questioni siano d'accordo che, in tema di limitazioni di distribuzioni agli azionisti, bisogna considerare l'elemento della possibile manipolazione⁷² dei dati sui quali esse si devono basare, e che esse debbano, in ogni caso, essere limitate, non vi è accordo su come tale limitazione debba operare: sulla base degli attuali criteri, rigidamente e matematicamente determinati? E se questo *modus operandi* fosse controproducente in tema di utilità da raggiungere per la società? In effetti non pare del tutto erronea la constatazione che se è vero che quei dati sono manipolabili, questo pare essere un ulteriore incentivo a svincolare le dette distribuzioni ai meri elementi contabili. I risultati

⁷⁰ KÜBLER F., *The rules on capital under the pressure of Securities Markets*, cit., 13 per il quale tali regole danneggiano in definitiva i creditori più incline al rischio: "Rules on capital operate as a restriction of the freedom to contract, as they burden all creditors with risk-reducing costs which at least some creditors would prefer to avoid in order to bargain for a higher return".

⁷¹ ENRIQUES L. – MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., 114.

⁷² DENOZZA F., *A che serve il capitale?*, cit., 598.

controproducenti potrebbero consistere, ad esempio, nella remora a distribuzioni lecite agli azionisti, preferendo, invece, le società procedere a distribuzioni dissimulate quali, ad esempio, compensi eccessivi per la carica di amministratore, o cessioni di beni aziendali a prezzi ben al di sotto del loro reale valore.

La proposta che più sembra innovativa è allora quella di sganciare effettivamente la possibilità di distribuzioni dall'informazione contabile e limitarla attraverso la predisposizione di un *solvency test*⁷³. Gli amministratori, dal canto loro ed a maggiore garanzia della genuinità dell'operazione, sarebbero destinatari di un nuovo profilo di responsabilità, nella misura in cui sono chiamati a valutare se la società sia in grado di far fronte alle proprie posizioni debitorie, e quindi possa considerarsi solvibile, nonostante la eventuale decisione di distribuzioni agli azionisti, tenendo in considerazione non più di dati precisi ed individuati – ma non per questo sempre veritieri⁷⁴ – ma delle sue prospettive di guadagni in termini di finanziatori più disposti a concedere credito a fronte di un più alto guadagno in seguito alla consistente riduzione dei costi. Questa soluzione non è affatto messa al bando neanche da chi fortemente sostiene il sistema del netto così come oggi impostato, ma semplicemente inesplorata⁷⁵.

La novità dell'ipotesi dell'introduzione di un sistema alternativo al quello del netto con tutte le sue norme in tema di conservazione del capitale pare essersi ispirata al modello statunitense. E' noto che il diritto societario americano protegge essenzialmente l'azionista, mentre il diritto societario europeo è più volto a tutelare i creditori. Se questo equilibrio di interessi sia quello giusto, è oggetto di un dibattito fondamentale, in cui il ruolo di impresa, finanza, diritto fallimentare, ma anche interessi più ampi della società, quali gli interessi dei dipendenti, e del ruolo degli enti creditizi, entrano in gioco. Per tale ragione appare, dunque, necessario tratteggiare il sistema statunitense in materia nei suoi lineamenti essenziali.

⁷³ ENRIQUES L., *Capitale sociale*, cit., 623; LE CANNU P. – PARLEANI G., *Le financement du capital*, cit., 15.

⁷⁴ In tal senso anche MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale*, cit., 1220.

⁷⁵ DENOZZA F., *A che serve il capitale?*, cit., 598, il quale letteralmente afferma che “*Resta la possibilità di sostituire il criterio del netto con altri indici e coefficienti più o meno fastidiosi. Qui si aprono orizzonti illimitati che non sono in grado di esplorare*”.

3 Il modello americano

Dai citati lavori di ipotesi di sistemi normativi semplificati in tema sia di capitale sociale che di garanzie di solvibilità delle società nei confronti dei propri creditori, nonché dalle necessarie riflessioni in merito al rapporto costi-benefici dell'esistenza di norme imperative nel settore, inizia la graduale affermazione dell'ipotesi di un sistema societario organizzato, in tale specifico settore, secondo quanto avviene negli Stati Uniti.

In Europa esistono, generalmente, regole sul capitale sociale volte a prevenire comportamenti opportunistici da parte degli azionisti a danno dei creditori, con le norme sul capitale minimo e tutte le altre connesse. I creditori sono, dunque, protetti prima di tutto dalla stessa legge, oltretutto dal loro citato forte potere contrattuale⁷⁶.

Negli Stati Uniti, invece, accade l'esatto contrario, in quanto la normativa societaria è tutta improntata alla massimizzazione della flessibilità delle operazioni scelte dagli azionisti nell'ambito dell'autonomia privata e della libertà di iniziativa economica. In tale contesto, allora, ai creditori non rimane che rivolgersi allo strumento contrattuale quale mezzo più idoneo alla tutela dei propri interessi dai possibili, e legittimati dalla legge, comportamenti opportunistici degli azionisti⁷⁷.

Il sistema normativo statunitense in materia societaria in genere, ed in ambito di regolazione del conflitto di interessi tra creditori ed azionisti in particolare, si basa essenzialmente su una serie di obblighi di trasparenza, soprattutto in ambito contabile. L'atto normativo di riferimento è il *Model*

⁷⁶ MACEY J.R. – MILLER G.P., *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan, and the United States*, in Stan. L. Rev., 1996, vol. 48, 81.

⁷⁷ EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991, 17 ss., ai quali gli autori che hanno considerato criticamente le regole in tema di capitale sociale si rapportano, per avere questi autori sviluppato la prospettiva delle regole sul capitale, in ambito statunitense, come regole disponibili, dunque derogabili, nel senso che le regole di diritto societario siano un insieme di regole standard che le parti sono libere di non inserire – opt out – nella concreta elaborazione degli statuti

Business Corporation Act (MBCA), e successive modifiche (*Revised Model Business Corporation Act – RMBCA*) un testo recante disposizioni atte a regolare il diritto societario quale modello per le legislazioni degli Stati federati, emanato ed aggiornato dall'America Bar Association⁷⁸.

Il MBCA è un modello, nel senso che le legislazioni nazionali possono seguirne le indicazioni, senza peraltro esserne vincolate; ad esempio, e nel caso di cui ci si occupa di non poca rilevanza, è dato riscontrare che il MBCA non contiene alcun riferimento al concetto di capitale sociale già dagli anni Ottanta, nella sua versione RMBCA, così come non contiene alcun riferimento ad altri strumenti ad esso connessi quali le riserve. A seguito di ciò molti Stati americani hanno eliminato qualsivoglia riferimento al concetto di capitale, ed anche quegli Stati, la cui disciplina societaria è di grande rilevanza come nel caso del Delaware⁷⁹, pur definendo la necessità che le società di capitali si dotino di un capitale sociale, non ne definiscono alcun importo minimo, ovvero altri Stati ancora, che invece prevedono un ammontare minimo, in realtà lo predispongono quale requisito essenzialmente formale data la costante esiguità dell'importo richiesto.

Il MBCA contiene una serie di ampie indicazioni in tema di conferimenti, che sono ammessi praticamente in qualsiasi forma ed al di là di relazioni di stima ufficiali od ufficiose, competendo agli amministratori verificare, responsabilmente, che i conferimenti ricevuti siano equivalenti alle azioni emesse. Ampia libertà è anche riconosciuta in merito alle distribuzioni ai soci, che sono genericamente sempre lecite salvo poche e tassative ipotesi indicate dal testo

⁷⁸ Il MBCA è stato pubblicato già nel 1950, mentre la versione del RMBCA è del 1984. Secondo gli autori Bruce D. Fisher e Michael J. Phillips il MBCA è un modello per le legislazioni statali. Il RMBCA è oggi alla base del diritto societario nella maggior parte degli Stati Uniti, con importanti eccezioni, in tutto o in parte, in California, New York e Delaware, anche se è comune la assoluta assenza di criteri rigidi in tema di formazione del capitale sociale. Oggi, anche per riferirsi al *Revised Model Business Corporation Act* si utilizza comunque l'acronimo MBCA, dopo la scelta, nel 1988, di eliminare l'aggettivo "revised", ma molti autori preferiscono utilizzare l'originario quando scelgono di enfatizzare le differenze apportate dalla modifica, e per questa ragione in questo lavoro si cercherà di fare lo stesso.

⁷⁹ La cui normativa estremamente favorevole ha comportato lo stabilimento in questo stato di numerose Corporations, dando vita al fenomeno della competizione tra ordinamenti societari, noto anche a livello europeo a seguito della prima importante pronuncia in merito nell'ultra citato caso Centros – cfr. nt. 6.

normativo, e di stato di evidente insolvenza della società accertato a seguito dell'esperimento di un *insolvency test*. Eppure, nonostante le permissive previsioni del MBCA, anche in alcuni Stati americani è prevista qualche limitazione in più alle distribuzioni ai soci. In California, ad esempio, le distribuzioni non possono avere luogo se non vi sono utili (diversamente a quanto accade nel Delaware), che devono essere comunque superiori ad un quarto delle passività, escludendo gli importi riferibili ad avviamento e spese iscritte all'attivo di ricerca e sviluppo.

Gli *insolvency*, o *solvency*, *tests* altro non sono che simulazioni di situazioni di mercato sfavorevoli: è un sistema aritmetico che è finalizzato a comprendere se la società sia in grado, in ogni momento, di far fronte alle proprie posizioni debitorie, dunque il mezzo che la normativa statunitense predispone a tutela dei creditori. In base al risultato ottenuto si potranno o meno elargire distribuzioni ai soci; se la società è insolvente in base al test non potranno essere effettuate distribuzioni, e lo stesso se la società dovesse, sempre in base al test, diventare insolvente a seguito delle medesime. I principali test di insolvenza sono l'*equity solvency test*, che mira a verificare se la società, nel corso della sua normale attività, sia in grado di onorare i propri debiti man mano che essi vengano in scadenza, ed il *balance sheet test*, che, invece, mira ad accertare il rapporto tra attivo e passivo della società aumentato degli importi che sarebbero versati agli azionisti privilegiati in caso di liquidazione. E' l'eventuale risultato negativo a questi test che determina lo stato di insolvenza della società, con le conseguenze, appena citate, che questo comporta, che mirano alla tutela dei creditori della società.

Ragionando *a contrario*, la società potrà pagare dividendi solo se, dopo il pagamento degli stessi, può pagare i propri debiti man mano che essi vengano in scadenza, e, contemporaneamente, il patrimonio della società superi la somma delle sue passività e del capitale dichiarato, e questo anche se il capitale dichiarato venga considerato nella dottrina statunitense effettivamente un capitale nominale, arbitrario ed economicamente irrilevante⁸⁰.

⁸⁰ HANKS J. JR., *Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for*

Il MBCA è stato frutto dell'opera e dell'ingegno di numerosi ed importanti autori statunitensi, ed è indubbio, in quanto pacificamente riconosciuto, che tra questi è stato significativo il ruolo di Bayless Manning. Dai suoi studi e dalle sue intuizioni il diritto societario americano moderno ha tratto dei principi fondamentali. Non vi è alcuna considerazione del concetto di capitale nominale, essendo ritenuto di nessuna utilità rapportare l'ammontare del patrimonio che una società può distribuire sulla base di una figura arbitraria quale quella di capitale sociale dichiarato⁸¹.

Per tale ragione è stato preferito, invece, rapportare il potere della società di operare distribuzioni⁸² agli azionisti all'esperimento dei due sopracitati test, i cui requisiti devono essere soddisfatti contemporaneamente perché il risultato possa essere considerato positivo.

Dunque, negli Stati Uniti non vige alcuna normativa federale in tema societario, per cui le regole in tema di capitale legale possono, di fatto, essere molto diverse da Stato a Stato. Il modello introdotto dal *Model Business Corporation Act* è stato di grande impatto, e, soprattutto nello specifico settore della creazione e della conservazione del capitale sociale, ha rivoluzionato i principi del diritto societario, attenzionando in particolare le distribuzioni agli azionisti e, dunque, i *solvency tests*. Prima di procedere all'analisi del sistema dei test, che consentono le citate operazioni, appare, dunque, opportuno schematizzare brevemente sia il MBCA che la sua rivisitazione nel RMBCA.

Bayless Manning, in *Law and Contemporary Problems*, 2011, Vol. 74, Issue 01, 213, <http://lcp.law.duke.edu/>.

⁸¹ MANNING B. – HANKS J. JR., *Legal Capital*, Foundation Press, 1990, 92 afferma, senza mezzi termini, che “*A corporation's 'legal capital' is a wholly arbitrary number, unrelated in any way to any economic facts that are relevant to a creditor ... From his standpoint the stated capital is simply a fortuitously-derived number that could as well have been taken from a telephone directory as from a series of unconnected and irrelevant historical events*”.

⁸² Ove per “*distributions*” il MBCA intende un trasferimento diretto od indiretto di denaro od altro bene, ad eccezione di azioni proprie, o l'indebitamento della società a beneficio dei suoi azionisti, ovvero una dichiarazione o il pagamento di un dividendo, un acquisto, il riscatto, o altra acquisizione di azioni.

3.1 Il *Model Business Corporation Act*

Come già accennato il *Model Business Corporation Act* è stato elaborato, già a partire dagli anni Quaranta, da Committee on Corporate Laws, costituito in seno alla Section of Corporation, Banking and Business Law dell'American Bar Association⁸³. Il testo del 1950 è stato adottato in moltissimi dei trentacinque stati federati, che lo hanno adottato anche *in toto*, nonostante esso sia un “*model act*” e non un “*uniform act*”; laddove, infatti, quest'ultimo è destinato ad essere adottato alla stessa maniera in tutti gli stati, un *model act* è inteso più come un modello standard dal quale può essere ulteriormente sviluppato uno statuto societario che soddisfi le specifiche esigenze della giurisdizione di un particolare stato. Prima del MBCA, tra il 1930 ed il 1940, esisteva un *Uniform Business Corporation Act*, anch'esso adottato a suo tempo da molti stati, ma oggi di fatto abbandonato a favore del *model act*.

L'originario testo del 1950 rende evidente il pensiero dei giuristi del tempo, riflettendo esattamente quello che essi ritenevano il miglior sistema societario, che era quello dell'Illinois Business Corporation Act, che oggi è visto come affermazione abbastanza semplificata delle tradizionali regole sul valore nominale. Nell'atto costitutivo deve essere indicato il valore nominale delle azioni, così come il numero massimo di azioni che possono essere emesse, e non deve essere stabilito alcun valore nominale minimo per le azioni ordinarie. Inoltre, per ciò che concerne le azioni privilegiate, devono essere chiaramente specificati i diritti che esse attribuiscono.

Per quanto concerne il valore di acquisto delle azioni da parte degli

⁸³ Inizialmente il progetto era sostenuto dall'idea che il governo federale avrebbe presto richiesto l'elaborazione di una normativa federale unitaria in tema di diritto societario, ma anche dalla considerazione della necessità di poter creare statuti societari più attenti agli interessi dei soci, come avveniva nello Stato del Delaware, che attirava già da allora numerose corporations per la costituzione nei suoi confini grazie ad un regime fiscale decisamente favorevole e ad una normativa societaria che privilegiava particolarmente gli azionisti. Al contempo, si desiderava pure cercar di creare un minimo di ordine e di uniformità tra le diverse normative societarie che erano nate nei singoli stati membri. Il *Model Business Corporation Act* ha raggiunto oggi la sua terza edizione. Dopo la prima versione del 1950, la più radicale sua riforma è quella attuata nel 1980 e che ha dato luogo al *Revised Model Business Corporation Act*, del quale si dirà più avanti.

azionisti, il MBCA dispone che i soci che acquistano azioni di nuova emissione dalla società paghino almeno il loro valore nominale. Ma, nonostante questo specifico requisito, il testo normativo chiaramente stabilisce che il socio sia obbligato a pagare il corrispettivo pattuito per le azioni, prezzo che, una volta pagato, non può più essere rivalutato o contestato. Già in questa previsione si rileva la tendenza alla maggiore tutela dell'azionista rispetto a terzi soggetti e rispetto anche alla stessa società. Il principio che sottende alla disposizione è quello di tutelare questo soggetto da eventuali pretese del Consiglio di Amministrazione, che si renda in un secondo momento conto di aver venduto quelle azioni ad un prezzo eccessivamente economico. Dal canto suo, l'azionista sarà obbligato verso la società al pagamento del corrispettivo pattuito e nulla di più. Questa disposizione non preclude un'eventuale azione di recupero di quella somma pagata a titolo di corrispettivo da parte anche di un creditore al posto della stessa società. Ma l'azione in giudizio per i creditori è subordinata alla eventuale insolvenza della società.

Il MBCA non distingue, ai fini del recupero, tra quella parte del pagamento pari al valore nominale e l'eventuale eccedenza che un azionista possa aver accettato di pagare. Tale distinzione però si rinviene in alcuni statuti societari statali, che consentono altresì l'azione diretta dei creditori, svincolandoli dal requisito dell'insolvenza della società, ma solo per importi pari od inferiori al valore nominale e non anche per l'eventuale eccedenza prevista nel prezzo.

Per ciò che concerne il capitale minimo iniziale, il MBCA prevedeva nel suo originario testo la necessità della presenza di un ammontare pari a mille dollari affinché la società potesse legittimamente cominciare la propria attività. Questa previsione è stata abolita già nel 1969⁸⁴, a conferma che il MBCA non ha mai imposto un significativo ammontare di capitale iniziale alla società, mantenendo semplicemente una minima protezione fornita dalle regole sul valore nominale.

Il MBCA prevede dettagliate norme in tema di costituzione e mantenimento del capitale legale, che deve essere rapportato ad una porzione dello stato patrimoniale, e contiene anche dettagliate definizioni dei concetti di “*stated*

⁸⁴ BOOTH R. A., *A Chronology of the Evolution of the MBCA*, 56 Bus. Law 63, 2000.

capital”, “*capital surplus*” e “*earned surplus*”.

Il primo è il capitale dichiarato dalla società, ovvero l'importo nominale pagato per le azioni. Il *capital surplus* corrisponde, invece, all'ammontare aggiuntivo costituito dalle riserve, e da ogni altro *surplus*, inteso come quell'ammontare di attività che eccede le passività, diverso dall'*earned surplus*⁸⁵, mentre l'*earned surplus* è ciò che genera come eccedenza da operazioni redditizie, corrispondendo, sostanzialmente, agli utili netti accantonati dalla società.

Per quanto riguarda, invece, le distribuzioni o pagamenti di dividendi, il MBCA non impone alcun metodo contabile in particolare. Certo è, però, che tutti i dividendi e le distribuzioni possano concretizzarsi nel rispetto del risultato positivo dei *solvency tests*, ove l'unico limite reale alla pagamento di tali entità è subordinato alla necessità che la società non sia messa nelle condizioni di non poter pagare i propri debiti man mano che essi vengano in scadenza⁸⁶.

Il complesso di norme in tema di distribuzioni di *ordinary dividends*, *return of capital*, *repurchases* e *redemptions*⁸⁷ sembrano ridursi ad una più ampia e generale norma per la quale la società non può intaccare il capitale sociale dichiarato al fine di procedere a distribuzioni agli azionisti. Il *capital surplus* è liberamente disponibile se l'atto costitutivo così stabilisce o se ciò è concordato dagli azionisti. Viene così in rilievo la scarsa protezione che questa normativa offre ai creditori, soprattutto considerando anche che lo *stated capital* può essere tranquillamente ridotto con una procedura ordinaria di modifica dell'atto costitutivo, che, quindi, può essere raggiunta anche semplicemente con la differenza di un singolo voto.

Quindi, a discapito di una normativa sul capitale poco consona alla tutela dei creditori, a procurargliela saranno invece le disposizioni sui *solvency test*.

⁸⁵ Evidentemente, dunque, possono far parte del *capital surplus* anche apporti dei soci in società diversi da quelli iscritti allo *stated capital*.

⁸⁶ L'insolvenza è definita nella Section 6.40, (c), n. 1, del RMBCA quale «incapacità della società di pagare i propri debiti alla scadenza nel normale corso della propria attività», in maniera del tutto simile alla definizione ex art. 5 L. Fall.

⁸⁷ La normativa americana distingue tra semplici *repurchases* o *buybacks* di azioni proprie e *redemptions*, cioè riscatti di azioni proprie, effettuati in base a condizioni prefissate in clausole statutarie.

Se, nonostante queste disposizioni, viene illegittimamente dato corso al pagamento di dividendi, gli amministratori che hanno acconsentito alla operazione, così come coloro che, pur non concordi, abbiano omesso di fare registrare il proprio espresso dissenso, sono responsabili verso l'ente per la parte illegale del dividendo⁸⁸, e gli azionisti che ricevono il pagamento, e che sono a conoscenza della illegittimità di quanto ricevuto, sono responsabili in solido con gli stessi amministratori.

3.2 *Il Revised Model Business Corporation Act*

La modifica rispetto al testo originario che viene subito in risalto è l'eliminazione di qualsiasi riferimento ai concetti di valore nominale e di azioni senza valore nominale, così come l'eliminazione dei concetti di "*stated capital*", "*capital surplus*" e "*earned surplus*"⁸⁹, nonché delle norme sulle forme di pagamento utilizzabili all'atto di acquisto di azioni, o del concetto di azioni proprie (*treasury shares*).

Per quanto riguarda i test di solvibilità, il RMBCA adotta un unico test per tutti i tipi di *distributions*. Esso è comunque diviso nelle due parti di *solvency test* e *balance sheet test*. Così come già previsto dal precedente *model act* lo scopo dei test è mantenere la società solvibile innanzi ai propri creditori che di volta in volta, secondo le scadenze pattuite, avanzano le loro pretese. Ma di certo il *balance sheet test* è di gran lunga semplificato, in ragione del venir meno di quella diversificazione tra i concetti richiamati poco sopra. Per il rivisitato test di solvibilità per dare atto alle distribuzioni agli azionisti è sufficiente che l'attivo della società sia almeno pari ai debiti della stessa a seguito delle stesse

⁸⁸ Anche eventualmente solo in parte, cioè per la parte del dividendo pagato che ecceda la quota consentita dalla legge.

⁸⁹ MANNING B. – HANKS J. JR., *Legal Capital*, cit., 78 ss., contestano decisamente il criterio del capital sociale affermando che esso "*has no relation to the kind of business being conducted, the liquidity of assets, the net current asset position and the ability to meet or to refinance obligations as they fall due*". Nello stesso senso anche HAMILTON R. W., *Corporation Finance*, II, St. Paul, Minn., 1989, 163 ss.

distribuzioni.

La stessa semplificazione in ordine ai concetti di “*stated capital*”, “*capital surplus*” e “*earned surplus*” ha comportato un’ulteriore conseguenza: se, infatti, nel MBCA era limitata ai dividendi originati dal *capital surplus* la possibilità che la società non desse luogo ad alcuna distribuzione se queste avessero diminuito il patrimonio a meno delle passività, comprensive degli importi inerenti le eventuali azioni privilegiate, il RMBCA ha esteso questa regola alle distribuzioni originate da qualsiasi fonte, rendendo totalmente disponibile il patrimonio intero della società in tal senso. E’ bene, però, ricordare che si tratta, in ogni caso, di una norma disponibile, ovvero che può o meno essere inserita nello singolo statuto societario.

Il testo del RMBCA è stato recentemente sottoposto ad alcune modifiche in tema di acquisto di azioni proprie, ma tali novità normative non hanno di fatto inciso sull’essenza della disciplina già prevista.

Pur rimanendo intatto il principio per il quale i pagamenti che la società effettua per l’acquisto di azioni proprie vanno comunque considerati alla stregua di una distribuzione di beni sociali, e non, invece, come acquisti di beni – principio espresso dalla *Section 6.31* del RMBCA – esso ha trovato nuova veste nell’aggiornato *Model Act*, ed anche in questo caso la diversificazione è dovuta concretamente alla eliminazione del concetto, e del relativo parametro, di *stated capital*. Se, infatti, prima della riforma del MBCA, si poteva procedere all’operazione di acquisto di azioni proprie solo se per essa venissero usati «*unreserved and unrestricted earned surplus*», oppure *capital surplus* se l’acquisto attraverso questi ultimi valori fosse comunque autorizzato dall’atto costitutivo o da una deliberazione assembleare, e se, in ogni caso, l’esecuzione delle distribuzioni non avesse comportato l’insolvenza della società, nel RMBCA viene “aggiustato il tiro” in funzione dell’ormai raggiunta convinzione di inadeguatezza dello *stated capital* a ricoprire un ruolo di garanzia per i creditori della società⁹⁰.

⁹⁰ COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Changes in the Model Business Corporation Act – Fundamental Changes*, in 54 Bus. Law., 1999, 685 ss.

In particolare, il nuovo testo del *Model Act* disciplina in modo unitario, operando una significativa semplificazione, il trasferimento di qualunque tipologia di denaro o beni da parte della società in favore dei propri soci, ivi comprese le “*promissory notes*”, cioè le distribuzioni ai soci di obbligazioni o titoli di credito similari a breve termine. Per il resto rimangono praticamente intatti i requisiti che devono contemporaneamente sussistere per dar legittimamente corso all’operazione, e cioè che essa può avvenire solo se, da un lato, non comporti l’insolvenza della società, dunque solo se vi sia un risultato positivo ai *solvency tests*, e, dall’altro, che il patrimonio della società non deve scendere al di sotto delle sue passività, ricomprendendo tra queste delle somme che sarebbero, in un’eventuale sede di liquidazione della società, destinate ai titolari di categorie di azioni privilegiate.

A parte il rispetto di tali criteri, null’altro è stabilito, ed il RMBCA lascia un ampio margine di discrezionalità agli amministratori circa i criteri sulla base dei quali fondare la ricognizione dell’esistenza o meno dei presupposti per procedere a distribuzioni in generale, ed all’acquisto di azioni proprie in particolare⁹¹.

3.3 Le peculiarità dei sistemi normativi degli Stati del Delaware, New York e California

Si è già accennato alla circostanza che anche la legislazione dello Stato del Delaware nell’ambito del diritto delle *corporation* non contenga alcun riferimento al concetto di capitale sociale minimo obbligatorio. Eppure, a differenza de norme proposte nel nuovo *Model Business Corporation Act*, la legislazione di questo Stato in tema proprio di capitale sociale evidenzia subito la conservazione dei concetti di *stated capital* e *capital surplus*, quale eccedenza di attività sulle

⁹¹ Gli amministratori potranno, in particolare, basare le proprie convinzioni, e relative decisioni, sul “*financial statements*”, cioè sul bilancio che sarà, a sua volta, redatto rispettando i *Generally Accepted Accounting Principles*, ma anche su qualsiasi altra tipologia di criterio di valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria della società, secondo quanto essi ritengano ragionevole, ben potendo, gli amministratori, rivolgersi anche, ai fini di tale valutazione, al parere di esperti, quando non siano in grado da sé di ricostruire l’esistenza di sufficienti risorse, al di là degli importi presenti in bilancio.

passività. Nonostante ciò, nel Delaware è consentita l'emissione di azioni senza *par value*⁹².

Effettivamente, la rivisitazione della struttura patrimoniale di una *corporation* suggerita dal RMBCA, pur essendo stata recepita da molti stati, non lo è stata dalle *Corporation Laws* del Delaware⁹³ o dello Stato di New York, che hanno impostato le norme in materia secondo l'approccio antecedente alla modifica del MBCA.

In particolare, lo Stato di New York, prevede i limiti sia del valore del *capital surplus*, sia della insolvenza della società. Per ciò che concerne l'individuazione esatta dei concetti di *legal capital*, *surplus* ed *earned surplus*, la Section 102, a), 13) della *New York Business Corporation Law* pone delle definizioni non dissimili da quanto previsto già nel MBCA prima della sua riforma⁹⁴, e dunque stabilisce che il *legal* o *stated capital* sia il capitale nominale, il *capital surplus* il patrimonio netto della società che ecceda il *legal capital*, e l'*earned surplus* quella parte di patrimonio netto che origina dalla corrente attività redditizia della società. D'altro lato, la stessa normativa definisce *insolvent*, alla stregua della definizione più diffusa sia nei sistemi di *common law* che di quelli di *civil law*, come l'incapacità di pagare i debiti contratti mano a mano che essi vengano in scadenza durante il corso della normale attività della società.

E', inoltre, vietato in ogni caso⁹⁵ l'acquisto di beni e valori per importi che superano il limite dello *stated capital*.

Nello Stato di New York, come nel Delaware, che pure prevede la necessità che venga specificato il *par value*, o le categorie di azioni che possono non esserne fornite, è permesso l'acquisto di azioni proprie, con la peculiare condizione, dovuta al mantenimento del concetto di *stated capital*, che

⁹² Section 154 *Delaware General Corporation Law*.

⁹³ DOOLEY M. P. - GOLDMAN M. D., *Some Comparisons between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law*, in 56 *Business Lawyer*, 2001, 737 ss., mettono a paragone le norme del MBCA con quelle della normativa del Delaware.

⁹⁴ BAUMAN J. - WEISS E. S. - ALAN R. PALMITER A. R., *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*, V ed., Thomson West, St. Paul, Minn., 2003, 272.

⁹⁵ Il superamento del limite del capitale legale era consentito solo in alcune ipotesi, come il riscatto di azioni, il soddisfacimento di crediti della società, l'eliminazione di "*fractional shares*", ma tali possibilità sono state abrogate nel 1998.

L'operazione non comporti pregiudizio alcuno al capitale. Per evitare questa specifica condizione la società potrà utilizzare fondi attinti dalle riserve, la cui valutazione non è necessariamente vincolata ai dati dell'ultimo bilancio d'esercizio approvato, ma ogni valutazione in merito deve essere supportata non solo da buona fede, ma anche da dati che gli amministratori ritengano essere i valori attuali delle riserve, che devono anche, evidentemente, essere ritenuti congrui.

Lo Stato della California, invece, ha adottato una normativa più simile al RMBCA, ed, anzi, lo ha anticipato nell'abbandono di ogni riferimento al concetto di *legal capital, par value e capital surplus*⁹⁶. Per ciò che concerne le distribuzioni agli azionisti⁹⁷, ivi compreso l'acquisto a titolo oneroso di azioni proprie, devono essere rispettati specifici criteri, il cui rispetto si verifica attraverso due specifici test, tra loro alternativi.

Da un lato, vi è il requisito che il valore complessivo dell'operazione di distribuzione non debba superare quello degli utili distribuibili dalla società, e viene accertato attraverso il c.d. *retained earnings test*; dall'altro, vi è il c.d. *remaining assets test*, che mira ad assicurare che le attività della società rimangano, a seguito della stessa distribuzione, pari ad un ammontare del 125 per cento delle passività ed attività correnti.

Se l'operazione di distribuzione potrebbe rendere la società insolvente, scatta il divieto di distribuzione ai soci⁹⁸.

⁹⁶ L'abolizione di tali concetti nella normativa californiana risale, infatti, già al 1975.

⁹⁷ Consentite dalla *Section 166 del California Corporations Code*.

⁹⁸ Secondo la *Section 501 del California Corporations Code*, infatti, "*Neither a corporation nor any of its subsidiaries shall make any distribution to the corporation's shareholders (Section 166) if the corporation or the subsidiary making the distribution is, or as a result thereof would be, likely to be unable to meet its liabilities (except those whose payment is otherwise adequately provided for) as they mature*", quindi quando la società molto probabilmente sarebbe incapace di soddisfare le sue obbligazioni (eccetto quelle il cui pagamento sia in altro modo previsto) alla loro scadenza.

3.4 I solvency tests

Da quanto fin'ora esposto, emerge chiaramente che la normativa statunitense consente concretamente le distribuzioni agli azionisti di porzioni del patrimonio netto della società fino all'estremo limite della sua insolvenza. Questo risultato deriva dalla eliminazione di ogni disposizione imperativa in tema di capitale sociale.

In questo contesto, il ruolo degli amministratori è aggravato dall'ulteriore compito di decisione e selezione adeguata dei beni del patrimonio netto da distribuire, cui si connettono i relativi profili di loro responsabilità per le scelte effettuate nell'ambito della loro autonomia decisionale, che si scontra, però, con la necessità che i criteri di valutazione in ordine al compimento dell'operazione tengano adeguatamente in considerazione la contemporanea necessità di un'efficace protezione dei creditori.

Come affermato più volte, i due principali test di solvibilità sono l'*equity solvency test* e il *balance sheet test*.

3.4.1 Equity Solvency Test

L'*equity solvency test*⁹⁹ ha lo scopo di mettere alla prova la liquidità della società. Certamente, non è semplice, ma possibile, determinare se una società, magari momentaneamente in una situazione finanziaria sfavorevole, sia, in quel momento, in grado di far fronte ai propri debiti nel corso del normale svolgimento della sua attività. Le difficoltà vere sorgono quando ci si interroga sulla solvibilità della società, sempre nel corso della sua normale attività, proiettandosi ad un momento non attuale ma successivo. La difficoltà nel risolvere tale interrogativo sarà tanto maggiore quanto più in là cerchi di arrivare la previsione.

In questo caso, si considera che il test di solvibilità abbia dato un esito positivo (salvo evidente prova contraria) rispetto all'andamento futuro degli affari

⁹⁹ MBCA, *Section 6.40(c)(1)*.

della società, quando probabilmente, da un lato, questa sarà in grado di generare fondi tramite la propria normale attività attraverso la considerazione della domanda esistente, e di quella prevista, per i prodotti od i servizi offerti, che siano adeguati al soddisfacimento di tutti i suoi obblighi che verranno in scadenza nei confronti di soggetti terzi, e, dall'altro, quando l'indebitamento maturato nel breve termine venga rifinanziato nel momento in cui sia ragionevole presumere¹⁰⁰ che tale rifinanziamento può essere realizzato, sulla base della situazione finanziaria della società, delle prospettive future e della disponibilità di credito alle imprese in situazioni simili¹⁰¹.

In tale contesto, l'organo di amministrazione potrà anche tenere in considerazione il ricavato di un'operazione di vendita dell'*asset* societario nella determinazione del patrimonio netto di solvibilità, così come le tendenze dei prezzi o gli importi derivanti da transazioni in ordine a passività in scadenza, ed, in ogni caso, qualunque decisione in merito dovrà tenere conto della strategia aziendale della società, dei suoi rendiconti finanziari, sia approvati che da approvare, delle somme a disposizione ed, in genere, della valutazione degli elementi di rischio del caso concreto¹⁰².

¹⁰⁰ Il criterio della ragionevolezza sembra, in tale sede, assumere un ruolo piuttosto significativo. La *Section 6.40(d)* del MBCA permette al consiglio di amministrazione di basare il proprio convincimento in ordine alla solvibilità della società "*either on financial statements prepared on the basis of accounting practices and principles that are reasonable in the circumstances or on a fair valuation or other method that is reasonable in the circumstances*", dunque, sia su bilanci redatti sulla base di pratiche contabili e principi che sono ragionevoli in relazione alle circostanze, oppure su una valutazione equa o un altro metodo che è ragionevole in relazione alle circostanze.

¹⁰¹ Questo il senso del commento ufficiale alla *Section 6.40* del MBCA secondo l'AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Model Business Corporation Act Annotated*, Section of Business Law, IV ed., Chicago, IL, 2008, 6-228.

¹⁰² Interessante una decisione, riguardante un'impresa assicurativa, che si è pronunciata nel caso *Paratransit Risk Retention Group Insurance Co. v. Kamins* (rinvenibile all'indirizzo web http://co.findacase.com/research/wfrmDocViewer.aspx/xq/fac.20070222_0000050.CO.htm/qx) in merito al quesito di individuare se la società in questione potesse essere considerata insolvente secondo l'*equity insolvency test* adottato nello Stato del Colorado, che si basa essenzialmente sul modello predisposto dal MBCA. La corte ha affermato che quando, la società non si trova più ad operare "nel regolare corso della sua attività", per determinare se una essa non sia più in grado di onorare i debiti che vengono in scadenza è necessario riferirsi ai generali principi sorti dalle pronunce delle corti federali in tema di fallimento. In particolare tali principi sono "(1) *the number of debts unpaid each month compared to those that are paid*; (2) *the amount of the delinquency*; (3) *the materiality of the nonpayment*; and (4) *the nature of the debtor's conduct of its financial affairs*".

La difficoltà nella previsione della solvibilità in futuro della società è strettamente connessa alla ovvia incertezza dei suoi *cash flows*, che se, invece, fossero certi, renderebbero la risposta all'*equity solvency test* semplice alla stregua di un calcolo matematico che miri a constatare che i flussi di cassa del periodo in considerazione siano almeno pari ai debiti in scadenza nello stesso intervallo di tempo. Ma la realtà è che né il flusso di cassa né i possibili debiti di una società possono essere certi a livello matematico. Vi sono, infatti, casi in cui la società dovrà improvvisamente fare i conti con passività derivanti da fattori per loro stessa natura solo eventuali, ad esempio quelle inerenti garanzie.

Per di più, oltre alla necessaria incertezza dei flussi di cassa della società, bisogna considerare anche il fatto che la c.d. *ability to pay* della società, che mira ad essere accertata dall'*equity solvency test*, non può in ogni caso accertare la solvibilità della società con assoluta certezza, dovendosi adeguatamente considerarsi anche il rischio di *default* presente, come sempre, per ogni debitore¹⁰³.

3.4.2 *Balance Sheet Test*

Il *balance sheet test*¹⁰⁴, mira, come affermato precedentemente, ad accertare il rapporto tra l'attivo ed il passivo della società, aumentato degli importi che sarebbero versati agli azionisti privilegiati in caso di liquidazione, con lo scopo di accertare la maggiore entità del patrimonio della società rispetto alle sue passività.

Il problema applicativo concreto di questo test di solvibilità è quello dell'adeguata valutazione dei valori all'attivo patrimoniale, nella situazione o del normale svolgimento della sua attività, durante la quale la società continuerà ad

¹⁰³ HEATON J. B., *Solvency Tests*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=931026, 2006, 10, sostiene che si possa essere sicuri essenzialmente solo di una cosa: l'*ability to pay* non può significare semplicemente che il flusso di cassa atteso dalla ditta debba superare i propri debiti in un determinato periodo di tempo, perché una società può aspettarsi di avere un flusso di cassa molto ingente anche quando è quasi certa di non riuscire a pagare i propri debiti alla scadenza.

¹⁰⁴ MBCA, *Section 6.40(c)(2)*.

avere introiti, ovvero quando essa si troverà a concludere la sua attività ed a disporre del suo patrimonio in un regime di liquidazione.

Quindi, prima di compiere tale valutazione, bisognerà individuare in quale dei due momenti ipotizzati si trovi la società, nel momento storico considerato dal test di solvibilità. Operazione non semplice, dal momento che, nella realtà delle cose, la linea di confine tra questi due possibili momenti della vita della società può essere molto sottile.

Il compito spetta agli amministratori, che, a seconda del momento storico in cui si trova la società in relazione all'andamento dei propri affari, devono operare le scelte più opportune per massimizzare il patrimonio della società. Nell'ambito di una situazione di insolvenza, la massimizzazione del valore di una impresa richiede agli amministratori di intraprendere la via di scelte operative che possano conservare al meglio tale valore, almeno meglio di quanto accadrebbe se la società continuasse il normale svolgimento della sua attività. In questo contesto, infatti, la società potrebbe accrescere di più il proprio valore attraverso adeguate scelte in ordine al processo di liquidazione, per essere, così, in grado di soddisfare ogni pretesa dei propri creditori¹⁰⁵.

Le norme statunitensi in tema di fallimento definiscono la situazione di insolvenza quella situazione finanziaria nella quale la somma dei debiti di una società è maggiore di quella di tutti i beni, secondo la loro valutazione equa¹⁰⁶.

In merito a tale valutazione, bisogna notare che nell'ambito del *balance sheet test*, mentre le attività della società sono valutate attribuendo il valore attuale ai futuri flussi di cassa, i debiti vengono valutati secondo il loro valore nominale, le passività potenziali sono considerate senza considerare la probabilità di loro effettiva realizzazione, e, inoltre, non si tiene in considerazione, ai fini della solvibilità, dell'eventuale bilancio positivo esistente.

Quindi, l'ampiezza dell'autonomia decisionale del consiglio di amministrazione richiamata sopra caratterizza in modo particolare questo test.

¹⁰⁵ In tal senso si è pronunciata la *Court of Chancery* dello Stato del Delaware nel caso *Prod. Res. Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, in <http://www.delawarebusinesslitigation.com/>.

¹⁰⁶ Cfr. *Section 101(32)(A)* del *United States Code*, ove testualmente si legge che l'insolvenza è la "*financial condition such that the sum of such entity's debts is greater than all such entity's property, at a fair valuation*".

Come già affermato in merito al *equity solvency test* gli amministratori avranno come metro di valutazione il criterio della ragionevolezza nella determinazione del valore equo dei beni rientranti nel patrimonio¹⁰⁷. Ciò che però diversifica il test di solvibilità in esame è che la valutazione equa deve essere ragionevole in base alle circostanze attuali.

Rimane fondamentale, ai fini di questo test, indispensabile considerare le esigenze future di cassa per valutare l'eventuale solvibilità della società in relazione al suo patrimonio netto.

Se, nel caso dell'*equity solvency test*, il requisito di solvibilità, cioè la possibilità per la società di pagare i propri debiti man mano che essi vengano in scadenza, implica guardare ad un'applicazione del test ad un periodo di tempo futuro, il cui momento iniziale coinciderà con l'attuazione della distribuzione agli azionisti, nel caso del *balance sheet test* non si guarda ad un periodo di tempo, peraltro futuro, ma ad un preciso istante, che coincide, invece, immediatamente all'attuazione della distribuzione.

In ogni caso, in entrambe le fattispecie, l'attuazione alle distribuzioni avverrà riducendo le attività della società degli importi pari alle proposte distribuzioni al tempo in cui si pensa di attuare la distribuzione.

Quello che qualche autore¹⁰⁸ ha rilevato, e che pare interessante accennare in questa sede, è che i due test di solvibilità potrebbero portare a risultati differenti.

Eppure, il fatto di poter utilizzare diversi sistemi di controllo della solvibilità di una società è ritenuta un bene, considerando lo scopo che essi si propongono. Evidentemente, i costi dell'eventuale fallimento nella individuazione dell'insolvenza della società quando essa concretamente esiste sono di gran lunga superiori ai costi dell'attuazione dei *solvency tests* per l'individuazione dell'insolvenza di una società, quando magari essa non esista.

¹⁰⁷ Non è richiesto, ai fini della valutazione, l'intervento di alcun esperto indipendente. Ma certamente, ove presente, questa tenderà ad aumentare la credibilità ed, al contempo, andrebbe a discarico del dovere di diligenza degli amministratori. Inoltre, il metodo della valutazione equa dovrebbe essere applicato in toto, a tutti i valori considerati, eventualmente opportunamente classificati. Cfr. HANKS J.J. JR., *Legal Capital*, cit., 224.

¹⁰⁸ HEATON J. B., *Solvency Tests*, cit.

CAPITOLO II

LA SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI.

SOLVENCY I E IL RISK BASED CAPITAL NEL MODELLO STATUNITENSE

1. Introduzione

Quanto sin'ora esposto in tema di capitale sociale assume particolare rilievo nell'ambito del diritto delle assicurazioni, ove, per le società che scelgono tale tipologia di attività, assumono particolare rilievo disposizioni specifiche in tema di gestione patrimoniale. Non è un caso che il diritto delle assicurazioni preveda già da tempo particolari disposizioni che mirano a fornire queste società di particolari dotazioni economiche, volte, fondamentalmente, ad evitarne l'insolvenza.

Prima di affrontare questa specifica tematica, appare opportuno delineare i tratti salienti della normativa inerente le società di assicurazioni.

2. L'attività assicurativa: scopo ed elementi essenziali

L'attività economica di assicurazione è quella che permette ad un soggetto di premunirsi dalle eventuali conseguenze dannose di un evento. Giuridicamente parlando tale attività si basa su uno specifico contratto, regolato nel codice civile agli articoli 1882 – 1932, e dalla legislazione speciale¹⁰⁹. Secondo la definizione normativa, il contratto di assicurazione è quello, oneroso e bilaterale, attraverso il quale un soggetto, ovvero l'assicuratore, si obbliga a garantire un altro soggetto, l'assicurato, del danno subito a seguito del verificarsi di un sinistro, ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita

¹⁰⁹ Occorre citare il D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209, c.d. Codice delle Assicurazioni Private, entrato in vigore dall'1 gennaio 2006, che regola i contratti assicurativi stipulati da quella data in poi.

umana, in cambio del pagamento di un premio, ed entro limiti convenuti e specificati nel contratto¹¹⁰.

E' così sin da subito possibile effettuare la prima macro-classificazione: eventi del primo genere ricadono nell'alveo delle assicurazioni contro i danni, mentre eventi del secondo genere rientrano nelle assicurazioni sulla vita¹¹¹.

La differenziazione inerisce strettamente il tipo di rischio assicurato, e comporta una sensibile differenziazione nella disciplina delle due fattispecie, ed ha particolarmente inciso sull'antico dibattito dottrinario circa l'identificazione della causa del contratto di assicurazione, nato dall'esigenza di trovarne una funzione che valesse per tutte le tipologie assicurative. Se nell'assicurazione contro i danni l'indennizzo dovuto dall'assicuratore all'assicurato è un risarcimento del danno effettivamente patito da quest'ultimo soggetto, nel ramo vita il capitale o la rendita assicurata sono liberamente determinati dall'autonomia contrattuale delle parti, e dunque svincolati da qualunque quantificazione del danno effettivamente patito. Per questo, se nel primo caso domina il principio indennitario, al secondo è possibile collegare una finalità di risparmio¹¹², o,

¹¹⁰ Vivante, agli inizi del XX secolo, affermava che *"E' un'impresa di assicurazione quella che assumendo professionalmente i rischi altrui cerca di riunire con la contribuzione degli assicurati un fondo capace di fornire i capitali loro promessi alle scadenze promesse. L'impresa che esercita questa industria in modo normale trae dagli stessi assicurati tutto il suo capitale industriale: e questi trovano alla loro volta la miglior garanzia dei propri diritti nell'integrità del fondo che essi stessi hanno fornito"*. Cfr. VIVANTE C., *Trattato di Diritto Commerciale*, Torino, 1905, 357 ss.

¹¹¹ Per completezza, bisogna ricordare che nel settore danni vanno ricomprese anche le c.d. polizza fidejussorie. In questa sede è opportuno specificare che si tratterà delle assicurazioni private, proprio quelle per le quali il codice civile pone la disciplina, costituite nelle forme consentite dalla legge, in particolare nella forma di società per azioni. Altre forme consentite per l'esercizio delle assicurazioni private sono le società cooperative e le società di mutua assicurazione, ed esse ricadono nel campo del diritto privato. Le assicurazioni sociali, invece, rientrano nel campo del diritto pubblico, e sono per lo più disciplinate dalla legislazione speciale. Si tratta delle assicurazioni disposte dalla legge a favore dei lavoratori, che mirano a tutelare questi soggetti, ad esempio, dagli infortuni sul lavoro, dalle malattie o dalla disoccupazione. I sistemi di assicurazioni pubbliche e private sono, dunque, da tenere distinte, anche se tutti concordano nel ritenere che essi siano comunque strettamente connessi. Cfr. FERRARI V., *Nuovi profili di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2003, 4 ss., per il quale il primo segno in tal senso si riscontra nella norma di cui all'art. 1886 c.c. che testualmente dispone *"Le assicurazioni sociali sono disciplinate dalle leggi speciali. In mancanza si applicano le norme del presente capo"*. Dunque, il legislatore, se da un lato ribadisce che le assicurazioni di natura pubblicistica sono regolate dalla legislazione speciale, dall'altro prevede l'applicazione in via sussidiaria delle disposizioni redatte per la disciplina delle assicurazioni private in caso di evidenti lacune nella disciplina di diritto pubblico, secondo il generale principio *lex specialis derogat generali*.

¹¹² CAMPOBASSO G. F., *Manuale di Diritto Commerciale*, 3, Torino, 2001, 214.

meglio, previdenziale. Da un lato, vi era chi sosteneva l'ampliamento della funzione indennitaria tipica dell'assicurazione contro i danni anche al ramo vita, non tenendo però presente che chi ha diritto alla propria assicurazione sulla vita non necessariamente ha subito un danno, e ciò è evidentemente possibile grazie all'ampia autonomia contrattuale in tal genere di polizze. Dall'altro, vi era chi cercava di estrapolare dalla definizione codicistica una funzione che comunque tenesse conto della duplice natura della assicurazione.

Pare, però, condivisibile la tesi¹¹³ per la quale il tentativo di cercare una soluzione unitaria in merito alla funzione del contratto di assicurazione non sia giuridicamente possibile, almeno nella misura in cui non si vogliano decisamente sminuire i concetti di danno e di suo risarcimento. Invero, se può affermare con certezza che il legislatore ha tenuto a precisare sia il presupposto che la natura della prestazione dell'assicuratore nel caso delle assicurazioni contro i danni¹¹⁴, non così nel caso delle assicurazioni sulla vita, per le quali considera quale presupposto della prestazione uno generico "evento attinente alla vita umana", e quale natura giuridica di quella prestazione il "pagamento di un capitale o di una rendita").

In ogni caso, si può evincere quale sia la causa immediata del contratto di assicurazione ben scindendo le due fattispecie: nelle assicurazioni danni, ciò che spinge un soggetto ad assicurarsi si identifica nel possibile verificarsi in futuro di un evento dannoso¹¹⁵; nelle assicurazioni vita la finalità previdenziale è collegata alla preoccupazione dell'assicurato di costituire una risorsa finanziaria, nella veste di un capitale o di una rendita, di cui disporre, lui stesso od un eventuale beneficiario, nel caso ce ne fosse bisogno.

¹¹³ VOLPE PUTZOLU G. – DONATI A., *Manuale di Diritto delle Assicurazioni*, Milano, 2009, 112 ss.

¹¹⁴ Ovvero, rispettivamente, il danno ed il risarcimento.

¹¹⁵ Non può non evidenziarsi la peculiarità del sinallagma contrattuale in tale ambito. In questo tipo di contratto assicurativo ci si trova di fronte, da un lato, ad un'obbligazione certa e determinata, ovvero il pagamento del premio da parte dell'assicurato, e, dall'altro, di fronte ad una sottoposta a condizione, che è quella dell'assicuratore che è obbligato al risarcimento solo al verificarsi dell'evento dannoso.

3. Le obbligazioni delle parti. Il rischio ed il premio assicurativo

La nozione di cui all'art. 1882 c.c. non è esaustiva, nella misura in cui l'attività di assicurazione si connota anche di altre specifiche peculiarità, la cui previsione si è resa necessaria in considerazione della funzione socialmente ed economicamente rilevante svolta dalle assicurazioni private.

L'operazione economica tipica dell'attività di assicurazione consiste nel trasferimento da un soggetto ad un altro di un rischio, e nell'obbligo del pagamento di un corrispettivo in denaro – premio – da parte di colui il quale voglia essere da quel rischio garantito. Sono questi gli elementi essenziali di tale tipologia contrattuale, necessariamente legati alle reciproche obbligazioni delle parti. E' bene, quindi, precisare quali siano le prestazioni dovute da ognuna delle parti, per poi esaminare gli elementi essenziali – rischio e premio – del contratto di assicurazione.

L'obbligazione che si evince dalla immediata lettera della norma di cui all'art. 1882 c.c. in capo all'assicuratore è quella della prestazione di adeguata garanzia relativamente al verificarsi di un evento dannoso¹¹⁶. In concreto, l'assicuratore presta questa garanzia vincolando il proprio patrimonio, affinché l'eventuale verificarsi degli eventi previsti dal contratto incidano su questo e non su quello dell'assicurato.

Quando la norma si riferisce ai “limiti convenuti”, evidentemente si riferisce sia ai tipi di evento dedotti nel contratto, sia alla durata dello stesso. L'assicuratore è tenuto a vincolare il proprio patrimonio per tutta la durata prevista dal contratto, almeno fin quando non si verifichi l'evento dannoso. A quel punto, infatti, la prestazione cui è tenuto l'assicuratore è, più specificatamente, dare esecuzione alla garanzia assunta al momento della stipula contrattuale¹¹⁷, trasferendo le

¹¹⁶ Per comodità espositiva ci si riferirà all'evento dannoso delle assicurazioni danni, ma evidentemente bisogna tenere presente che nelle assicurazioni sulla vita tale danno potrebbe, in realtà, non sussistere. In quel caso è più opportuno riferirsi all'avveramento di una condizione o alla scadenza di un termine. Ci si riferirà in ogni caso all'assicurazione danni da questo momento in poi, ove non espressamente indicato altrimenti. Sul concetto di rischio quale impossibilità di conoscere gli eventi futuri cfr. DI CAGNO N. – ADAMO S., *Economia delle aziende di assicurazione: amministrazione e controllo*, Padova, 1994.

¹¹⁷ BRACCIODIETA A., *Il Contratto di Assicurazione*, in BUSNELLI D. (diretto da),

conseguenze dannose dal patrimonio dell'assicurato al proprio. In tale ultimo senso, allora, la garanzia prestata dall'assicuratore sarà condizionata dal verificarsi dell'evento.

L'obbligazione dell'assicurato, invece, è ad estinzione istantanea o periodica, a seconda di quanto espressamente pattuito, e si concretizza nel pagamento di un prezzo – tecnicamente denominato premio – all'assicuratore, in base al quale si determinano i limiti dell'eventuale prestazione dell'assicuratore. L'ammontare del premio verrà calcolato riferendosi, infatti, sia al valore assicurato (c.d. massimale di polizza), sia al periodo di tempo considerato, oltretutto alla tipologia dell'evento dedotto nel contratto, nel caso di assicurazione contro i danni.

Il premio diviene così uno degli elementi essenziali del contratto. Esso si distingue in *premio netto* ed in *premio lordo* o *caricamento*. Il primo rappresenta l'ammontare di rischio che l'assicuratore assume, e viene calcolato attraverso uno specifico calcolo matematico basato su percentuali probabilistiche di realizzazione dell'evento "rischioso" dedotto nel contratto. Il secondo, invece, rappresenta il costo aggiuntivo dovuto all'assicuratore per le spese di gestione del servizio, comprensivo dell'utile prefigurato dall'impresa. Esso si caratterizza per la sua *indivisibilità*, nel senso che il premio è dovuto nella sua interezza, e per l'intero periodo considerato, anche se durante lo stesso la garanzia assicurativa cessa o viene sospesa¹¹⁸. Questo principio si comprende meglio considerando che il legislatore, all'art. 1892 c.c., dispone che l'assicuratore ha diritto di trattenere i premi pagati anche nel caso in cui il contratto venga annullato o si è sciolto prima della scadenza del periodo previsto¹¹⁹. L'assicurato, in tale ipotesi, non avrà diritto

Commentario al Codice Civile, Milano, 2012, sub. Art.1882, 28 ss., che afferma che "quale che sia la tipologia assicurativa, il contratto in esame si sostanzia nell'assoggettare, all'atto della stipula, il patrimonio dell'assicuratore agli effetti del <<possibile avveramento>> (del quale si ignora il se e/o il quando) di un evento specificamente individuato. Detto assoggettamento, per un verso, vincola l'assicuratore per tutto il periodo di efficacia del contratto a tenere a disposizione l'intero proprio patrimonio, ex art. 2740 c.c.; per altro verso, stabilizza il patrimonio del beneficiario del contratto, rispetto alla possibilità delle variazioni che l'evento dedotto potrebbe indurre".

¹¹⁸ CAMPOBASSO G. F., *Manuale di Diritto Commerciale*, cit., 217.

¹¹⁹ Questo principio suona, in effetti, come una deroga. Invero, il contratto di assicurazione è ricompreso tra quelli ad esecuzione continuata, per i quali, generalmente, tale principio non vale. Essa va, dunque, considerato a tutti gli effetti una deroga alla disciplina ordinaria di questo tipo

alla restituzione del premio, né completamente né parzialmente, per la porzione di tempo residua, anche se non abbia, di fatto, corso il rischio.

Il premio può essere rateizzato in più importi periodici, ma questo non influisce sulla sua indivisibilità. Quando viene stabilito un importo periodico, esso potrà essere determinato in misura fissa, e rimanere identico per tutta la durata del contratto, o in misura variabile, al fine di essere di volta in volta adeguato a quei fattori¹²⁰ che sono stati considerati al momento della stipulazione del contratto-polizza.

Inoltre, il premio deve essere pagato anticipatamente, perché è dalla somma dei premi che l'assicuratore trae i mezzi finanziari necessari ad onorare la sua garanzia nei confronti degli assicurati per i quali si sia venuto a verificare l'evento. Dunque, se essenziale, ai fini di elemento costitutivo del contratto, è il premio, lo è anche il suo pagamento anticipato¹²¹, ai fini della efficacia della garanzia – copertura assicurativa – che si concretizza o nel risarcimento del danno o nel pagamento di un capitale o di una rendita; anticipato, dunque, rispetto al verificarsi dell'evento dannoso o comunque attinente la vita umana.

Il premio viene calcolato sulla base dell'altro elemento essenziale del contratto di assicurazione, che è il rischio. Il rischio altro non è che la mera eventualità che si verifichi un evento futuro ed incerto, ma puntualmente determinato nel contratto, sulla base del quale è fondata tutta l'attività imprenditoriale assicurativa. Il suo carattere di essenzialità in ordine al contratto di assicurazione lo si desume dalla lettura combinata di diverse norme dettate dal

contrattuale, e si giustifica per il fatto che l'ammontare dell'importo che costituisce il premio – dunque il prezzo della prestazione dell'assicuratore – viene calcolato sulla base dell'intero periodo preso in considerazione: la durata del contratto è uno degli elementi di tale calcolo. Se fosse stata diversa, diversa sarebbe stata anche l'entità del premio.

¹²⁰ Si può trattare degli indici o criteri sulla base dei quali è stato calcolato il premio. Esempio classico è l'applicazione degli indici di rivalutazione monetaria indicati annualmente dall'Istat, ma può ricomprendere anche i casi di variazione del numero dei dipendenti di un'impresa, o del suo volume d'affari. Cfr. VOLPE PUTZOLU G. – DONATI A., *Manuale di Diritto delle Assicurazioni*, cit., 132.

¹²¹ Tanto essenziale che, se non è pagato alle scadenze pattuite, non solo l'assicurazione si resta sospesa, immediatamente se si trattava di prima rata, o dopo quindici giorni in caso di rate successive alla prima, ma si risolve di diritto quando l'assicuratore non abbia agio per il recupero delle somme che gli spettano nel termine di sei mesi. Il pagamento, inoltre, deve avvenire o presso la sede della società o quella dell'agente che ha materialmente stipulato la polizza, o, ancora, nelle mani di un soggetto terzo che sia stato, però, specificamente autorizzato in tal senso (ad es. un *broker*), perché altrimenti il pagamento non libera il debitore – assicurato.

legislatore nel codice civile. Ed invero, è causa di nullità del contratto di assicurazione la sua inesistenza¹²², genetica o successiva, prima della conclusione della polizza, nel senso che il rischio deve preesistere alla conclusione del contratto¹²³. E, se invece il rischio diviene inesistente soltanto dopo la conclusione del contratto, questo si scioglie di diritto¹²⁴. Inoltre, non possono essere avanzate pretese di garanzia dall'assicurato che abbia, con la propria condotta, in qualche modo influito sul prodursi dell'evento, quindi quando l'assicurato, od il beneficiario della garanzia, lo abbia cagionato con dolo o colpa grave¹²⁵.

Il rischio è, dunque, un elemento essenziale sia sotto l'aspetto della causa del contratto assicurativo, sia sotto quello strutturale di tutta l'attività dell'impresa assicurativa. Sotto il primo profilo è evidente che la causa del contratto di assicurazione privata consiste infatti nel trasferimento del rischio dall'assicurato all'assicuratore, sotto il secondo, è chiaro che le condizioni previste al momento della stipula del contratto, terranno in adeguata considerazione la percentuale di probabilità di accadimento di quel determinato evento in relazione al periodo di tempo considerato.

Il "rischio" viene, a tal fine, misurato secondo specifici calcoli matematici e statistici basati sul calcolo delle probabilità. Ma ciò non toglie che oggi tale tipologia contrattuale sia ricompresa tra i contratti aleatori. Questo perché, in ogni caso, il termine "rischio" già nel linguaggio comune indica un evento futuro ed

¹²² Cfr. art. 1895 c.c. "*Il contratto è nullo se il rischio non è mai esistito o ha cessato di esistere*".

¹²³ Ciò che, invece, deve essere successivo alla stipulazione del contratto è l'evento, sempre al fine di evitare la configurabilità della sua nullità, in quanto in caso contrario l'eventualità di un fatto sfavorevole, ovvero il rischio, si sarebbe già verificata, e dunque il rischio avrebbe cessato di esistere. La Suprema Corte ha, comunque, stabilito che nelle assicurazioni private è consentito alle parti convenire la copertura di aggravamenti di malattie preesistenti, che, nel momento in cui si realizzano e vengono accertati, configurano l'evento protetto che legittima l'avente diritto che ne sia stato colpito all'ottenimento dell'indennizzo previsto dalla polizza assicurata – Cfr. Cass. Civ. 27458/06).

¹²⁴ Cfr. art. 1896 c.c., che dispone, altresì, che comunque, anche in questo caso, l'assicuratore ha diritto di ricevere il pagamento dei premi fintanto che non gli venga comunicato, o venga a conoscenza, della cessazione dell'esistenza del rischio. I premi relativi al periodo considerato dalla polizza in corso al momento della comunicazione o della conoscenza, saranno, quindi, dovuti per l'intero, salva l'ipotesi per la quale l'assicurazione era stata stipulata con effetti successivi alla data della conclusione del contratto, nel quale caso l'assicuratore avrà diritto al solo rimborso delle spese.

¹²⁵ Cfr. art. 1900 c.c., salvo il caso di necessità di realizzazione dell'evento "*per dovere di solidarietà umana o nella tutela degli interessi comuni all'assicuratore*".

incerto, che nessuno dei contraenti sa se effettivamente si verificherà mai o con quali modalità¹²⁶, sicché potrebbe ben accadere che nessuna indennità o risarcimento sarà mai corrisposto dall'assicuratore, che pure ha legittimamente incassato il relativo premio, oppure che l'ammontare del risarcimento finisca con essere più ridotto, ovvero maggiore, rispetto allo stesso. Proprio per tale ragione, e nonostante un autorevole dibattito in dottrina¹²⁷, non può dirsi che l'alea in questa tipologia contrattuale gravi solo su una delle parti. Considerando l'assicurazione come un fenomeno economico, non può, infatti negarsi l'incertezza del risultato economico finale per entrambe le parti.

Eppure, l'attività imprenditoriale stessa di assicurazione si caratterizza per l'ulteriore, ma fondamentale, circostanza, dell'utilizzo di specifiche regole tecniche che ne influenzano decisamente l'esercizio, di cui si dirà¹²⁸ non prima di aver brevemente esaminato le condizioni necessarie che una società che decida di svolgere tale attività deve soddisfare.

4. I presupposti dell'autorizzazione

La disciplina dell'attività assicurativa è stata riformata con l'emanazione del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, c.d. Codice delle Assicurazioni Private, al fine di dare concreta attuazione alla direttiva n. 2002/92/CE del 9 dicembre 2002.

Questo testo normativo ha comportato grandi novità, dettando per la prima volta una strutturale e metodica regolamentazione dell'attività assicurativa. È stato istituito il Registro Unico degli Intermediari assicurativi e riassicurativi (RUI), ove sono stati fatti rientrare tutte le figure professionali e societarie coinvolte nella distribuzione dei prodotti assicurativi, nonché norme di carattere

¹²⁶ Ovviamente ci si riferisce alla nozione comune di "rischio", ma è da precisare che la nozione di "rischio" in senso tecnico-assicurativo va al di là della approssimazione della sua definizione generale. Nel secondo senso, tale termine serve ad individuare gli eventi che possono essere oggetto dell'attività assicurativa. Cfr. VOLPE PUTZOLU G. – DONATI A., *Manuale di Diritto delle Assicurazioni*, cit., 122.

¹²⁷ Per una chiara sintesi in merito, cfr. BUTTARO L., *Assicurazione (contratto di)*, in Enc. Giur. III, Roma, 1958.

¹²⁸ V. paragrafo 6.

comportamentale che devono essere osservate per garantire al meglio la tutela dell'assicurato.

Gli articoli inseriti nel Titolo IX del Codice delle Assicurazioni, dettano le condizioni di accesso all'attività di intermediazione assicurativa, nonché i precetti riguardanti l'esercizio di tale attività¹²⁹.

Il regolamento prevede che soggetti con residenza o sede legale nel territorio della Repubblica italiana, per aver accesso all'attività di intermediazione assicurativa, debbano essere iscritti in tale registro¹³⁰.

Tale accesso è subordinato ad apposita autorizzazione dello specifico Ente di controllo, che è l'Istituto di Vigilanza sulle Assicurazioni Private – ISVAP –, istituito nel 1982. Esso si configura come ente dotato di personalità giuridica, nonché di diritto pubblico. L'ente ha lo scopo di vigilare sull'operato delle imprese e dei soggetti che rientrano nel settore assicurativo privato italiano. L'ISVAP svolge la sua attività di controllo basandosi sulle direttive che il Governo ha disposto in materia di politica assicurativa e che sono riunite nel Codice delle Assicurazioni.

L'autorizzazione viene rilasciata per l'esercizio di uno dei rami previsti ed è essenziale anche per l'iscrizione della società nel Registro delle Imprese. Le condizioni per l'ottenimento dell'autorizzazione sono elencate all'art. 14 C.d.A., e

¹²⁹ Le cui disposizioni attuative sono contenute nel Regolamento ISVAP n. 5 del 16 ottobre 2006.

¹³⁰ A partire dal 28 febbraio 2007, il Registro è disponibile in pubblica consultazione sul sito dell'ISVAP all'indirizzo <http://www.isvap.it>. Il registro è suddiviso in cinque sezioni nelle quali sono iscritti, ai sensi dell'art. 109 del decreto 209, gli intermediari, raggruppati secondo specifiche categorie: sezione A: gli agenti di assicurazione, in qualità di intermediari che agiscono in nome o per conto di una o più imprese di assicurazione o di riassicurazione; sezione B: i mediatori di assicurazione o riassicurazione, altresì denominati broker, in qualità di intermediari che agiscono su incarico del cliente e senza poteri di rappresentanza di imprese di assicurazione o di riassicurazione; sezione C: i produttori diretti che, anche in via sussidiaria rispetto alle attività svolta a titolo principale, esercitano l'intermediazione assicurativa nei rami vita e nei rami infortuni e malattia per conto e sotto la piena responsabilità di un'impresa di assicurazione e che operano senza obblighi di orario o di risultato esclusivamente per l'impresa medesima; sezione D: le banche autorizzate ai sensi dell'articolo 14 del testo unico bancario, gli intermediari finanziari inseriti nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del testo unico bancario, le società d'intermediazione mobiliare autorizzate ai sensi dell'articolo 19 del testo unico dell'intermediazione finanziari, la società Poste Italiane, autorizzata ai sensi dell'articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica 14 marzo 2001, n. 144; sezione E: i soggetti addetti all'intermediazione quali i dipendenti, i collaboratori, i produttori e gli altri incaricati degli intermediari iscritti alle sezioni di cui alle lettere a) b) e d), per l'attività di intermediazione svolta al di fuori dei locali dove l'intermediario opera.

comprendono, tra le altre, l'adozione della forma della società per azioni, società cooperativa o società di mutua assicurazione, la direzione generale, che il capitale, costituito unicamente da conferimenti in denaro, od in sostituzione il fondo di garanzia, sia interamente versato e pari all'ammontare definito nell'apposito regolamento ISVAP. L'atto costitutivo e lo statuto devono essere corredati di un programma concernente l'attività iniziale e la struttura organizzativa e gestionale, garantito da una relazione tecnica, che possa consentire all'ISVAP di controllare l'adeguatezza strutturale ed operativa per l'esercizio dell'attività nel ramo per il quale è richiesta l'autorizzazione.

E' inoltre previsto che venga sempre garantita la sana e prudente gestione della società, ed a ciò sembra ricollegarsi l'ulteriore requisito che i titolari di partecipazioni rilevanti siano in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza, così come i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

In mancanza di tali specifici requisiti, l'ISVAP nega l'autorizzazione, perché in loro assenza risulterebbe minata la richiesta sana e prudente gestione, con apposito provvedimento adeguatamente motivato.

L'autorizzazione può, altresì, essere revocata, anche quando inizialmente concessa, nei casi di successivo non soddisfacimento delle condizioni di accesso, ovvero quando non vengano rispettati i limiti eventualmente imposti dall'autorizzazione o comunque previsti nel programma di attività, per gravi trasgressioni delle disposizioni del Codice delle Assicurazioni, nel caso in cui la società non abbia correttamente attuato un piano di risanamento o finanziamento come previsto. E, naturalmente, nel caso in cui per la società sia stata dichiarato dall'autorità giudiziaria lo stato di insolvenza, con conseguente assoggettamento alla procedura della liquidazione coatta amministrativa, in caso di revoca totale. La revoca può, invero, essere anche solo parziale, se le violazioni contestate riguardino solo alcuni dei rami per i quali era stata concessa l'autorizzazione.

La società può anche decadere dall'autorizzazione, quando non abbia iniziato a svolgere l'attività di impresa entro un anno dall'ottenimento dell'autorizzazione o in caso di rinuncia alla stessa, oppure per la cessazione

dell'attività per più di sei mesi o per scioglimento della società.

Il provvedimento con cui sono dichiarati la revoca e la decadenza¹³¹ dell'autorizzazione sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale.

5. L'assicurazione come impresa

Già dalla stringente disciplina delle condizioni di accesso all'attività assicurativa a livello imprenditoriale si comprende come il legislatore abbia voluto attenzionare particolarmente le società che svolgono tal genere di attività. Ciò deriva dal fatto che per le società di assicurazione è ancora più decisivo eliminare quanto più possibile il rischio della loro insolvenza, in funzione del ruolo determinante che esse svolgono all'interno del mercato, e ancor di più in quel settore del mercato che contempla l'esistenza di rami di assicurazioni c.d. obbligatorie.

In questi termini, allora, è fondamentale il rilievo posto dalla dottrina¹³² che l'esercizio dell'attività di impresa in ambito assicurativo non solo vale ad inquadrare genericamente il contratto di assicurazione come contratto di impresa¹³³, ma vale altresì ad affermare che sussiste una stretta connessione tra la causa dell'impresa e l'attività svolta.

Invero, già in tempi non proprio recentissimi, si evidenziava che l'attività di assicurazione esercitata nella forma dell'impresa influenzasse non poco la disciplina dei relativi contratti con gli assicurati, condizionando in modo evidente la struttura del servizio proposto¹³⁴.

¹³¹ Per un esaustivo elenco di cause di revoca e decadenza dell'autorizzazione cfr. artt. 242 e 240 C.d.A.

¹³² Cfr. VOLPE PUTZOLU G. – DONATI A., *Manuale di Diritto delle Assicurazioni*, cit., 114 ss.

¹³³ Sul tema, tra i molti, FERRI G., *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle Assicurazioni*, Roma, 1963; DENOZZA F., *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, Milano, 1978; ANTONUCCI A., *L'assicurazione tra impresa e contratto*, Bari, 2000; OPPO G., *I contratti d'impresa tra codice civile e legislazione speciale*, in Riv. Dir. Civ., 2004, 841.

¹³⁴ VOLPE PUTZOLU G., *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, ove, a p. 24, afferma che "Per contratto di impresa, nel caso specifico del contratto di assicurazione, si intende un contratto con il quale l'impresa, intesa come organizzazione imprenditoriale qualificata, fondata sul procedimento tecnico assicurativo, assume rilievo causale, in quanto

Quindi, l'esercizio di tale attività nella forma dell'impresa è tanto necessario da essere parte integrante del contratto di assicurazione, e consente al soggetto giuridico, attraverso peculiari norme in tema anche di organizzazione, di compensare il rischio che esso assume professionalmente inserendolo in un complesso di rischi omogenei. La necessità di inquadrare in questo modo l'attività di impresa di una società di assicurazione è stata fondamentale nel senso di consentire di addivenire ad una quanto maggiore possibile neutralizzazione dei rischi garantiti, eliminando, allo stesso modo, la possibile crisi, o, meglio, insolvenza, della società.

E' evidente, infatti, che un rischio isolato attinente un singolo evento incorrerà nella assoluta aleatorietà¹³⁵. Cosa ben diversa è la circostanza per la quale un soggetto, professionalmente qualificato, organizza la propria attività imprenditoriale secondo regole tecniche ben definite, ed assumendo, nello specifico, una più ingente quantità di rischi per loro natura omogenei.

E' legge di natura che la considerazione di un complesso di situazioni identiche quanto ai loro presupposti consente di applicare con certezza praticamente matematica le leggi statistiche basate, a loro volta, su calcoli probabilistici, che risultano, alla fine, costanti nei loro risultati. Sarà, così, possibile determinare la probabilità media dell'avvenimento dell'evento posto alla base del calcolo, consentendo all'assicuratore di stabilire il rischio nel quale mediamente incorrerà in relazione a quel singolo contratto e, più in generale, in relazione ai contratti che hanno ad oggetto quel determinato evento.

Così, sulla base della percentuale di possibilità del verificarsi del rischio assicurato, l'assicuratore potrà determinare il prezzo – premio – adeguato che gli consentirà, non solo di ripartire tra tutti coloro i quali stipuleranno una polizza con simile oggetto, il prezzo che egli sarà chiamato a pagare nei confronti di coloro i quali, realmente, subiranno quell'evento, ma anche di trarne quella parte di utile che gli spetta¹³⁶. In altre parole, tutti i premi consentiranno all'assicuratore di mettere da parte un vero e proprio fondo che garantirà a sua volta all'assicuratore

condiziona sotto molteplici profili il regolamento di interessi posto in essere dalle parti".

¹³⁵ Classico è l'esempio di riferimento al caso del gioco o della scommessa.

¹³⁶ Si rimanda alla concezione sia di premio netto e di premio lordo.

di far fronte all'impegno di garanzia assunto nei confronti del più ridotto numero di assicurati che concretamente subiranno l'evento.

Tutto ciò comporta, da sé, che quel fondo venga adeguatamente gestito, perché soltanto attraverso una gestione professionale e in linea con le apposite regole di funzionamento dettate in materia si può essere, da un lato, in grado di garantire ogni singolo assicurato dal rischio del subire un possibile evento dannoso, e, dall'altro, l'assicuratore può validamente conseguire il risultato di una neutralizzazione, o grandissimo affievolimento, del rischio che egli ha assunto e che è tenuto, per contratto, a garantire, attraverso l'inserimento del rischio, in cui incorrerebbe l'assicurato, nella massa di rischi omogenei sistematicamente assunti da un'impresa che opera secondo predeterminati principi e regole tecniche.

A sua volta, quanto più efficace sarà la corretta gestione del fondo costituito dalla totalità dei premi riscossi, tanto più sarà lontano il rischio per l'impresa di assicurazione di essere insolvente.

Dunque non pare troppo azzardato affermare che il rischio che l'assicuratore tende ad evitare è lo stesso rischio imprenditoriale.

Così inquadrata la natura del rischio stesso in cui potrebbe incorrere l'assicuratore, è ancora più facile intuire il motivo per il quale una società di assicurazione può svolgere solo tale tipologia di attività¹³⁷: ciò che il legislatore vuole, attraverso queste disposizioni, evitare è che quella specifica società assuma su di sé rischi imprenditoriali differenti, che potrebbero comportare l'impossibilità di adeguati calcoli in ordine alla garanzia prestata nei confronti dei singoli assicurati, la quale, invece, si basa sulla sicurezza dell'applicazione di regole tecniche, economiche e giuridiche previste proprio in favore di tali soggetti.

Per la quantità dei soggetti coinvolti, e, non da ultimo, per la previsione di settori di assicurazione obbligatoria, è evidente il rilievo economico e sociale delle

¹³⁷ Cfr. art. 11 C.d.A., II comma, per il quale l'impresa di assicurazione limita la propria attività all'esercizio della sola assicurazione nel ramo danni o nel ramo vita, riservati a tale tipo di impresa (I comma). E' consentito, inoltre, la possibilità dell'esercizio di entrambi i rami di attività, purché questi siano gestiti separatamente (III comma), nonché l'esercizio di tutte le attività connesse (IV comma), quali, a titolo di esempio, l'attività di investimento del patrimonio libero dell'impresa o la riassicurazione dei rischi assunti.

imprese di assicurazione.

E' proprio la loro rilevanza a comportare che esse siano sottoposte ad un controllo pubblico, operato dall' ISVAP, di una certa importanza in ordine al rispetto delle specifiche e tecniche norme dettate in materia, nonché ad accertare quella sana e prudente gestione di quella grande massa di finanziamenti raccolti dagli assicurati, nella cui tutela¹³⁸ il controllo pubblico opera. In tal senso, assume particolare rilievo il controllo sulla regolarità tecnica e contabile della gestione dell'impresa, al cui fine sono riconosciuti all'ISVAP ampi poteri di ispezione, di informazione e regolamentari.

6. La valutazione dei rischi e le condizioni di esercizio in generale

Le regole tecniche che disciplinano il settore dell'impresa di assicurazione sono dettate con lo specifico intento di evitare l'insolvenza della società, cercando di garantire la regolarità della gestione e dunque la sua solidità finanziaria. Tale necessità deriva dall'opportunità di garantire adeguatamente i soggetti coinvolti dall'operazione economica che si concretizza nel contratto di assicurazione: questi sono sia gli assicurati, per l'ovvia motivazione di voler ottenere la prestazione dovuta nel caso in cui ce ne fosse bisogno, ma anche gli azionisti e gli amministratori della società, il cui interesse è quello di evitare l'insolvenza, prevedendo in anticipo eventuali situazioni di crisi, e garantire, per converso, la conservazione dell'impresa, sia attraverso l'adeguata tutela del suo capitale sociale, sia attraverso la continuazione della sua attività nell'ambito del mercato¹³⁹.

¹³⁸ Mezzo di tutela indiretto per gli stessi assicurati è, invece, l'attività di riassicurazione, cioè quella pratica assicurativa che non riguarda direttamente i consumatori, ma soltanto i rapporti tra le compagnie assicurative. Per riassicurazione si intende, infatti, la riduzione dei rischi assicurati da una società assicurativa mediante la loro cessione a compagnie di riassicurazione, ossia società specializzate nel garantire il rischio sottoscritto da altre società. Attraverso la attività di riassicurazione da un lato si aumenta la capacità di assunzione di rischi da parte di una società di assicurazione, e dall'altro si riduce l'incidenza finanziaria dei sinistri delle compagni che cedono il rischio ad altre società. Cfr. CAPOTOSTI R. A., *La riassicurazione. Il contratto e l'impresa*, Torino, 1991.

¹³⁹ Poter prevenire eventuali crisi sarà anche il fine dei controlli operati dall'autorità di

Quando l'impresa assicurativa non è più in grado di far fronte agli impegni assunti nei confronti dei propri assicurati, e più in generale di tutti i propri creditori, si realizza, infatti, la sua temuta crisi, ovvero la sua insolvenza.

Per evitare ciò, non basterà limitarsi ad applicare correttamente il sistema matematico-statistico che consente l'adeguata previsione del "rischio" ed il corrispondente calcolo del corrispettivo, quindi del premio, ma è altresì fondamentale ed imprescindibile che l'impresa di assicurazione dia la giusta rilevanza all'osservanza di determinati criteri nella gestione patrimoniale e finanziaria, che sono specificamente predisposti dal legislatore con la finalità di garantire la disponibilità immediata dei mezzi necessari, una volta che l'assicuratore venga richiesto di adempiere all'obbligazione assunta di garantire l'assicurato dalle conseguenze dannose al proprio patrimonio derivanti dal verificarsi dell'evento dedotto nel contratto.

Sotto un primo profilo, è opportuno che l'impresa consideri adeguatamente le diverse tipologie di rischio cui essa può incorrere, per evitare le quali quelle regole tecniche sono dettate. Possono, in effetti, sussistere rischi tanto di natura tecnica quanto di natura finanziaria¹⁴⁰, oltreché di natura commerciale.

Rischi di natura tecnica sono quelli che si riferiscono al calcolo dei premi, alla quantità di sinistri, alla valutazione delle risorse disponibili. Il rischio di sottotariffazione consiste nell'errata determinazione del premio, che può derivare da una stima ridotta sia dei presunti impegni che del caricamento; il rischio di sovrasinistralità riguarda il concreto divario che può sussistere tra la quantità di sinistri stimata e quella effettiva; ancora, attiene ai rischi tecnici la errata valutazione delle riserve tecniche, quali sono gli accantonamenti dei premi e di cui si tratterà più dettagliatamente, che potrebbero risultare, così, insufficienti a far fronte alle obbligazioni assunte dall'assicuratore.

I rischi di natura finanziaria ineriscono, invece, ai rischi di valutazione degli

vigilanza a tutela degli stessi assicurati. Sui soggetti coinvolti nell'interesse alla solvibilità dell'impresa di assicurazione cfr. CUMMINS J. D. – HARRINGTON S – NIEHAUS G., *An Economic Overview of Risk-Based Capital Requirements for the Property-Liability Insurance Industry*, in *The Journal of Insurance Regulation*, 1993, XI.

¹⁴⁰ Per la classificazione dei rischi, ed in particolare per il rapporto tra rischi finanziari e procedimenti tecnico-attuariali, cfr. SANTOMERO A. M. – BABEL D. F., *Financial Risk Management by Insurers: an analysis of the process*, in *The Journal of Risk and Insurance*, 62, 2, 1997.

investimenti o, in generale, al rischio di credito ed al rischio di impresa nel senso di dotazione e costante disponibilità di un adeguato ammontare di capitale. In particolare può trattarsi del rischio di mercato, consistente nella possibile variazione del valore dell'attivo posseduto dall'impresa dovuto alla fluttuazione del mercato¹⁴¹. Il rischio di credito è collegato, invece, alla particolare situazione per la quale l'assicuratore non riceva il rimborso del capitale o degli interessi dovuti per l'insolvenza o comunque l'inadempimento di una propria controparte. Il rischio in ordine alla errata valutazione degli investimenti è tecnicamente classificato quale rischio di liquidità, perché collegato alla errata valutazione del tempo necessario per la trasformazione degli investimenti in liquidità, con conseguente perdite in conto capitale.

Questa esemplificata classificazione dei rischi nei quali può incorrere l'impresa di assicurazione non è da considerarsi statica, né ogni categoria di rischio è, nella pratica, a sé stante: può ben capitare, infatti ed a titolo di esempio, che il rischio di sottotariffazione sia connesso ad un'attività di amministrazione colposa, dunque ad un rischio manageriale. E, comunque, a tale non esaustiva classificazione vanno aggiunti i normali rischi commerciali che sussistano per ogni attività imprenditoriale.

Sotto un secondo profilo, particolari problemi in ordine alla adeguata predisposizione dei mezzi necessari a far fronte a queste situazioni sorgono per l'impresa assicurativa dalla una delle sue peculiarità, ovvero l'inversione del ciclo di produzione: *a differenza delle imprese industriali produttrici di beni o servizi, l'impresa di assicurazione incassa il corrispettivo (premio) in via anticipata rispetto all'eventuale costo da sostenere (prestazione della copertura assicurativa), in quanto è proprio dalla massa dei premi che tale impresa trae i mezzi per far fronte agli impegni verso gli assicurati*¹⁴², almeno quelli nei confronti dei quali si concretizzerà l'evento presupposto. Dunque, se nelle

¹⁴¹ Tra questi assume particolare rilevanza il rischio di tasso di interesse, collegato principalmente, e specificatamente per le imprese di assicurazione, al processo produttivo assicurativo che prevede un incasso molto anticipato rispetto alla possibile prestazione della copertura assicurativa. Ma vanno pure citati i rischi azionario e quello di cambio.

¹⁴² In tal senso VOLPE PUTZOLU G. – DONATI A., *Manuale di Diritto delle Assicurazioni*, cit., 43 ss; nello stesso senso, cfr. RUBINO F., *Riserve tecniche e margine di solvibilità nelle imprese di assicurazione*, Milano, 2000, 2 e 31.

imprese che più classicamente operano nel settore della produzione di beni o nella prestazione di servizi saranno i costi della produzione a concorrere nella determinazione dei relativi prezzi, in modo tale da assicurare all'impresa anche un'adeguata dose di ricavi, nelle imprese di assicurazioni sussisterà una riscossione anticipata dei ricavi, attraverso l'incasso della moltitudine dei premi; sulla base dell'entità e della quantità dei premi, saranno di volta in volta determinati i valori degli stessi, ed il costo che l'impresa dovrà sostenere sarà solo un'eventualità. Per tale ragione l'assicuratore dovrà adeguatamente disporre dei premi incassati: per essere comunque in grado di far fronte a quegli eventuali costi, che vengono ipotizzati tramite il calcolo delle probabilità e con metodi statistici.

I premi, riscossi, così, anticipatamente rispetto ai possibili costi devono essere accantonati in speciali fondi di riserva, c.d. riserve tecniche, per le quali è previsto un minimo inderogabile, destinati appositamente a far fronte a future spese di gestione e che differiscono dalle riserve patrimoniali vere e proprie¹⁴³ perché rappresentative di accantonamenti di parte dei premi.

Ad ulteriore garanzia della loro solvibilità, le imprese di assicurazioni devono disporre altresì di un margine di solvibilità, che corrisponde all'aliquota del patrimonio dell'impresa che eccede i mezzi necessari per far fronte a qualsiasi impegno prevedibile.

Il margine di solvibilità ha funzione di garanzia e si risolve nell'obbligo di mantenere un'eccedenza rispetto alle passività, proporzionandola al volume d'affari dell'impresa. Il calcolo esatto è determinato da apposito Regolamento ISVAP e terrà conto non solo del volume d'affari dell'impresa, ma anche dei rischi tecnici (sottotariffazione, sovrasinistralità, insufficienza delle riserve tecniche), finanziari e generali.

Per tale motivo occorre esaminare queste figure, che sono state oggetto di attenzione da parte del legislatore comunitario. Questi ha inteso in particolare il margine di solvibilità quale riserva complementare alle riserve tecniche, come

¹⁴³ Ovvero quelle legali, statutarie e facoltative, che rappresentano veri e propri accantonamenti di utili.

cuscinetto di sicurezza idoneo a soddisfare le obbligazioni future.

7. La solvibilità delle imprese di assicurazione: riserve tecniche e margine di solvibilità nell'attuale normativa

In tema di solvibilità delle imprese di assicurazione, occorre, dunque, comprendere il rilievo dei concetti di riserve tecniche e margine di solvibilità.

La normativa attualmente vigente deriva dal recepimento del progetto c.d. Solvency I¹⁴⁴, entrato in vigore all'inizio dell'anno 2004. Esso ha indubbiamente rappresentato il primo passo verso la più recente Direttiva c.d. Solvency II¹⁴⁵, in fase di recepimento, con la quale il legislatore comunitario ha inteso disciplinare a livello comunitario la materia del diritto assicurativo, aggiornandola in funzione delle nuove esigenze e delle spinte in tema di semplificazione ed armonizzazione delle normative nazionali da un lato, e nel senso della introduzione di nuovi parametri e metodi di riferimento capaci di stabilire la solvibilità, o prevenire l'insolvenza, di una impresa di assicurazioni dall'altro.

Il tema della solvibilità di ogni impresa è stato particolarmente dibattuto, e nello specifico caso delle imprese di assicurazione esso ha assunto una connotazione specifica in ragione delle peculiari norme che la governano, anche in tema della complessa gestione dell'attività che esse svolgono, che reca con sé tematiche particolari e problematiche¹⁴⁶, naturale conseguenza del coinvolgimento di molti soggetti e del ruolo sociale di quella stessa attività. Il rischio dell'insolvenza della società di assicurazioni finirebbe con il gravare in modo

¹⁴⁴ Il 5 Marzo 2002 sono state approvate 2 direttive, la n. 2002/12/CE, per il ramo vita, e la n. 2002/13/CE, per quello danni, in materia di margine di solvibilità. La allora nuova disciplina comunitaria concludeva la prima fase di revisione delle garanzie finanziarie del settore assicurativo, attraverso il c.d. processo Solvency I, che, dunque, non rappresenta una normativa unitaria. In Italia le modifiche sono state introdotte con il decreto legislativo n. 307 del 3 novembre 2003 e sono entrate in vigore il 1 Gennaio 2004.

¹⁴⁵ Sulla quale si tornerà più ampiamente nel prosieguo. In questa sede si può solo accennare che essa origina dall'esigenza, da più fronti manifestata, di adottare strategie competitive dinamiche e flessibili.

¹⁴⁶ Cfr. PRESACCO F., *La gestione strategica dell'impresa di assicurazione: strumenti e modelli matematici a supporto delle decisioni*, Milano, 1987; WASON B. – HILL R., *The Insurance Industry in Economic Development*, in New York University Press, 1986.

ancora più specifico, e dannoso, sulla collettività¹⁴⁷.

Il capitale sociale, allora, assume in questa sede un ruolo ancor più determinante dell'essere semplice fonte di finanziamento, rappresentando in questa particolare tipologia societaria, ed almeno nella normativa attuale¹⁴⁸, un ancor più forte strumento di garanzia in relazione agli impegni assunti. Per le società di assicurazioni è dunque fondamentale la loro solidità patrimoniale a tutto campo, ove per l'adeguata garanzia degli obblighi assunti non bastano gli equilibri tecnici predisposti dalla normativa, ma necessita, ancor di più rispetto ad altre tipologie societarie, dell'adeguatezza delle risorse patrimoniali destinate a far fronte a tutta quella serie di rischi caratteristici, brevemente esaminati in precedenza.

Se le condizioni previste per l'ottenimento dell'autorizzazione all'esercizio della attività di assicurazione riguardano in particolare l'accesso di queste imprese al mercato, sono ancora più importanti in tema di solvibilità di dette imprese le c.d. condizioni di esercizio, che riguardano, invece, le norme sulle quali le società di assicurazione devono basarsi per l'organizzazione e lo svolgimento dell'attività di impresa assicurativa prescelta¹⁴⁹, dettate al fine di garantire al meglio la sua solvibilità, basandosi anche su particolari obblighi di trasparenza che consenta all'ISVAP gli opportuni controlli, quale Autorità di vigilanza, cui è demandato l'accertamento in ordine del rispetto dei principi tecnici economici e finanziari

¹⁴⁷ Sulla rischiosità della gestione di una impresa di assicurazione cfr. Di Cagno N. – Adamo S., *Amministrazione e controllo delle imprese di assicurazione*, Torino, 2000, ove, a p. 278 ss. affermano che da tale rischiosità derivi che “nelle aziende di assicurazione il “rischio di impresa” ... riveli, oltre alle tipiche fluttuazioni con alternanza di periodi favorevoli a periodi meno favorevoli, degli aspetti peculiari connessi alla combinazione tra rischi strettamente tecnico-produttivi a cui si aggiungono ulteriori rischi di carattere finanziario ... e dall'influenza di numerose schiere di terzi soggetti operanti sull'andamento gestionale”.

¹⁴⁸ Si vedrà meglio nel prosieguo come la Direttiva Solvency II in qualche modo attenti all'importanza dell'istituto del capitale sociale nelle società di assicurazioni quale fonte di garanzia unica e sola della solvibilità di questo tipo societario.

¹⁴⁹ Si tratta, dunque, di tutte le norme dettate in tema sia di organizzazione materiale dell'impresa, ad esempio quelle che, anche ex art. 30 C.d.A., rendono obbligatoria l'istituzione di un adeguato controllo interno – c.d. *internal auditing* – al fine della individuazione degli specifici obblighi e delle relative responsabilità dei soggetti coinvolti, nell'ottica di una più generale regolarità dell'attività della società; ma anche quelle inerenti gli obblighi di natura documentale e contabile, e, soprattutto in tema di costituzione ed utilizzo in termini di investimento delle riserve tecniche e di costituzione del margine di solvibilità. Cfr. MASI M., *Il controllo di gestione nelle imprese di assicurazione*, Milano, 2000.

che sono il presupposto della solvibilità dell'impresa.

La solvibilità della società di assicurazione è dunque strettamente connessa alla struttura tecnica e patrimoniale dell'impresa, che dovrà dotarsi di un adeguato patrimonio netto contro il generico rischio gestionale, ma anche di proporzionate garanzie tecniche ed attuariali, quale è l'adeguata previsione delle riserve tecniche e del margine di solvibilità.

Bisogna premettere che si terrà sempre in riferimento l'attività di assicurazione nei rami danni, ma che molti dei generali principi che regolano questo sono certamente validi anche per i rami vita.

7.1 *Le riserve tecniche*

L'inversione del ciclo produttivo cui si faceva riferimento consente di raccogliere ingenti risorse finanziarie, che altro non sono che ricavi anticipati, che, in quanto riferibili a possibili accadimenti futuri, sono da rapportarsi ad esso. Esse costituiscono le riserve tecniche.

Le riserve tecniche, costituendo ricavi anticipati, rientrano nello stato patrimoniale tra le voci del passivo, e rispetto ad altre rimanenze di altri generi di imprese sono abbastanza specifiche in quanto calcolate con metodi rigidamente predeterminati¹⁵⁰. Esse attengono, infatti, a parti di premi già riscossi di competenza non dell'attuale esercizio, ma di uno futuro¹⁵¹. Così, nel conto

¹⁵⁰ RUBINO F., *Riserve tecniche e margine di solvibilità*, cit., 31. Ad individuare i criteri ed i metodi di valutazione sono i Regolamenti ISVAP n. 16 del 4 marzo 2008, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 64 del 15 marzo 2008, e n. 21 del 28 marzo 2008, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 80 del 4 aprile 2008.

¹⁵¹ Per tale ragione la dottrina le ha definite anche "riserve improprie". Cfr. AMODEO G., *Ragioneria generale delle imprese*, Napoli, 1992; CASSANDRO P. E., *Riserve di bilancio*, in Scritti Vari, I, Bari, 1957; FERRERO G. - DEZZANI F., *Contabilità e bilancio di esercizio*, Milano, 1983. Bisogna dare conto, però, anche dell'esistenza di passata autorevole dottrina che dava delle riserve almeno altre due definizioni. Da un lato vi era chi concepiva tali riserve come differenza di capitale netti di bilancio e valore nominale del capitale; per converso, altra dottrina riteneva riserve il risparmio di utili sottratti alla distribuzione e trattenuti nell'economia dell'impresa. Per la prima definizione cfr. ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, II, Milano, 1957; ARDEMANI E., *L'economia delle imprese*, in L'Impresa, I, Milano, 1989; AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 82, Milano, 1986. Nel secondo senso cfr. BESTA F., *La ragioneria*, Vol. I, Milano, 1922; AMODEO D., *Ragioneria*

economico esse sono collocate, invece, nel periodo di competenza di premi già incassati, all'inizio dell'esercizio, fra le componenti positive di reddito, mentre, a chiusura, tra quelle negative, in quanto quella parte di premi è da rinviare al futuro esercizio. Il C.d.A. prevede specificatamente le riserve tecniche dei rami vita e dei rami danni¹⁵².

Lo stesso testo normativo prevede, inoltre, una dettagliata disciplina¹⁵³ in ordine agli attivi posti a copertura delle riserve tecniche, ed in essa spicca decisamente il ruolo dell'autorità di vigilanza, ai cui regolamenti si fa esplicito rinvio in ordine alle norme operative per il funzionamento del sistema. Dunque, il sistema dell'utilizzo delle riserve tecniche a fini di investimento è regolato da norme assai specifiche e rigide, ma con la capacità di modellarsi, previo accordo tra l'impresa di assicurazione e l'ISVAP, alle esigenze dei singoli casi concreti.

In particolare, le riserve devono essere coperte da attivi di proprietà dell'impresa¹⁵⁴, nella cui scelta questa deve obbligatoriamente tenere conto di diversi fattori, che vanno dalla tipologia di rischio e delle obbligazioni che essa assume, alla necessaria considerazione dell'adeguata garanzia in ordine alla sicurezza dell'investimento, misurata in termini di redditività e liquidità. Resta salva la possibilità che l'ISVAP, su richiesta dell'impresa, possa, per motivate circostanze eccezionali, autorizzare temporaneamente di investire attivi a copertura delle riserve tecniche in categorie diverse da quelle normalmente consentite.

In ogni caso, gli attivi destinati alla copertura di tali riserve devono essere, prudentemente, valutati al netto dei debiti contratti per la stessa loro acquisizione; il criterio della prudenza implica il dover necessariamente tenere conto dell'eventuale rischio di mancato realizzo, quindi il caso di infruttuosità

generale delle imprese, Napoli, 1992; CAVALIERI E., *Le riserve nell'economia dell'impresa*, Padova, 1983.

¹⁵² Cfr. artt. 36 e 37 C.d.A.

¹⁵³ Cfr. artt. 38 – 43 C.d.A.

¹⁵⁴ Le cui specifiche categorie, ed i relativi limiti di impiego, sono rimessi nella loro individuazione ad apposito regolamento ISVAP, da ultimo il Regolamento N. 36 del 31 gennaio 2011, pubblicato in G.U. n. 35 del 12 febbraio 2011 - Suppl. ord. n. 36, reperibile online su http://www.isvap.it/isvap/impreses.jsp/PageDocumenti_regolamenti.jsp?&nomeSezione=NORMATIVA&ObjId=220097.

dell'investimento.

Per consentire un appropriato controllo all'ISVAP l'impresa è tenuta alla conservazione di un registro, nel quale devono essere annotate tutte le attività a copertura delle riserve tecniche, nel quale deve *ictu oculi* risultare l'eguaglianza tra l'importo delle attività iscritte e le stesse riserve tecniche. Il legislatore, per prevenire le situazioni di insolvenza da erronei o non prudenti investimenti delle riserve tecniche, stabilisce espressamente altresì che le attività a copertura delle stesse, non solo sono gestite come patrimonio separato rispetto a tutte le altre tipologie di attività della società, ma che esse sono anche unicamente destinate all'adempimento delle obbligazioni conseguenti all'investimento intrapreso grazie alle riserve tecniche.

7.2 Il margine di solvibilità dagli albori a Solvency I

Come già affermato le società di assicurazione devono altresì disporre, allo specifico scopo di garantire la loro solvibilità, del c.d. margine di solvibilità.

Il concetto di margine di solvibilità è decisamente più antico di quanto si possa pensare. Si è già accennato che tale elemento concretamente consiste in una eccedenza di attività rispetto alle passività. Questa figura in particolare ha suscitato non poche attenzioni da parte sia della dottrina che del legislatore comunitario, in quanto tal genere di eccedenza si ritiene sia opportuno che venga mantenuta in misura contenuta, e questo perché il costo del capitale allocato non appesantisca eccessivamente il business assicurativo per gli investitori, ma tale esigenza si scontra con l'altra, non di minore importanza, di garantire in ogni caso la solvibilità della società.

L'introduzione nel sistema di norme in tema di società di assicurazione del concetto di margine di solvibilità risale a studi del settore tecnico-assicurativo già degli anni Cinquanta¹⁵⁵. Prima di allora era richiesto all'impresa di assicurazione

¹⁵⁵ Sono gli studi del 1952 citati da molti autori del belga Prof. Campagne e, nel 1960, del Prof. De Mori, quale Presidente di una Commissione O.C.S.E. – Organizzazione per la

solamente un capitale sociale, la cui entità non era comunque connessa al suo volume d'affari o alla mole dei sinistri, ma stabilita unicamente in relazione ai rami in cui l'impresa operava. Era perciò stabilito lo stesso requisito di capitale, senza differenziazione soggettiva alcuna, per tutte le società operanti negli stessi rami.

I citati studi si basavano sulla probabilità di rovina finanziaria di un esercizio e miravano a trovare l'adeguata misura dell'ammontare di un fondo affinché potesse considerarsi idoneo ad assicurare che il guadagno di un esercizio, risultante dall'accumulo dei premi meno i costi dovuti all'indennizzo di un sinistro e le spese di gestione, potesse comunque garantire l'impresa dal dissesto¹⁵⁶.

Si trattava, già allora, della necessità di capire quale potesse essere la misura adeguata affinché un'impresa potesse fare tempestivamente e fruttuosamente fronte al risultato economicamente sfavorevole di un esercizio, o affinché quel risultato sfavorevole dell'esercizio non fosse superiore all'entità del fondo stesso con un predeterminato livello di probabilità¹⁵⁷.

Cooperazione e lo Sviluppo Economico. In particolare risale al 1948 il primo importante report sull'assicurazione vita pubblicato da Campagne: questo si basava su dati raccolti da dieci compagnie tedesche tra il 1926 ed il 1945. Nel 1957, invece, su richiesta dell'Insurance Committee dell'O.C.S.E, Campagne presentò un rapporto sulla solvibilità nel ramo non vita. In questo caso i dati usati nel report furono presi da dieci compagnie assicurative in Svizzera tra il 1945 ed il 1954. Campagne affermò che nello stimare la posizione di solvibilità di una compagnia si devono considerare i rischi in modo teorico, e fece alcune esemplificazioni sulle assunzioni della distribuzione di probabilità che sta alla base della solvibilità. Egli tenne pure, però, a precisare che il modello doveva fornire unicamente un primo avvertimento di una potenziale situazione di pericolo, e non dare informazioni riguardo alla posizione della compagnia circa la solvibilità. Campagne cercò di individuare l'entità del margine di sicurezza, espressa come percentuale dei premi, necessaria affinché, data una certa probabilità, la compagnia non fallisse. Il rapporto Campagne, partendo dal presupposto dell'adeguatezza delle riserve tecniche e di una certa liquidità, fornì un metodo teorico e uno pratico per la determinazione del margine minimo ricercato. Il metodo teorico venne ritenuto dallo stesso Campagne poco efficiente. Il metodo pratico messo in atto da Campagne consisteva nell'analisi del rapporto sinistri - premi registrato dalle citate dieci compagnie svizzere tra il 1945 ed il 1954. Successivamente De Mori e Grossman ampliarono l'analisi ai maggiori mercati europei, rilevando come il patrimonio libero in media era il 113% dei premi puri, una percentuale molto superiore di quella considerata sufficiente da Campagne. Questo secondo gruppo di studio era formato da quattordici membri provenienti da dieci paesi, tra cui, appunto, i Professori De Mori e Grossman, che compilarono un database con dati provenienti da un questionario risalente agli anni 1953-1957, sottoposto ad otto paesi per il ramo non vita e cinque paesi per il ramo vita.

¹⁵⁶ Per un'analisi di questi studi, cfr. DABONI L., *Lezioni di tecnica attuariale delle assicurazioni contro i danni*, Trieste, 1989.

¹⁵⁷ ISVAP, *Il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione: confronto tra i sistemi*

Le prime direttive comunitarie in materia assicurativa che trattavano di tali argomenti furono emanate sulla base proprio dei citati studi; si tratta della Direttiva 73/239/CEE per il ramo danni, e della Direttiva 79/267/CEE per il ramo vita¹⁵⁸, che hanno introdotto l'istituto del margine di solvibilità. Tra le finalità richiamate dai *Considerando* introduttivi, si palesa in modo evidente che l'istituto in esame è introdotto "*considerando che è necessario che le imprese di assicurazioni dispongano, oltre alle riserve tecniche sufficienti per far fronte agli impegni contratti, di una riserva complementare, detta margine di solvibilità, rappresentata dal patrimonio libero, onde far fronte ai rischi dell'esercizio; che, per assicurare, sotto questo profilo, che gli obblighi imposti siano determinati in funzione di criteri oggettivi, i quali pongano su un piano di eguaglianza di concorrenza le imprese aventi la stessa importanza, conviene prevedere che questo margine sia in rapporto con il volume globale degli affari dell'impresa e sia determinato in funzione di due indici di sicurezza fondati l'uno sui premi e l'altro sui sinistri*". Si evince, così, la complementarietà del margine di solvibilità rispetto alle riserve tecniche, inteso dal legislatore comunitario quale ulteriore cuscinetto di sicurezza per far fronte alle obbligazioni del periodo futuro, senza, però, intaccare gli impegni già assunti dall'impresa.

Ancora, il concetto di margine di solvibilità veniva ripreso nelle Direttive CEE di terza generazione, ovvero la Direttiva 92/96/CEE e la Direttiva 92/49/CEE¹⁵⁹. Queste recavano con loro l'onere che, al più tardi dopo tre anni dalla entrata in vigore delle stesse, la Commissione Europea presentasse all'Insurance Committee una relazione in ordine alla armonizzazione delle normative nazionali ancor più specifica in tema di margine di solvibilità. Così, nel 1994, venne istituito un ulteriore gruppo di lavoro, che doveva affrontare tutte le tematiche emerse negli anni precedenti in ambito assicurativo, con particolare riferimento alla verifica dell'applicazione del margine di solvibilità, quale collegamento essenziale con l'esigenza di solvibilità dell'impresa di

europeo ed americano, Quaderno n. 6, 1999.

¹⁵⁸ Recepite nella legislazione italiana con L. 295/78 e L. 742/86, successivamente confluite, rispettivamente, nel D. Lgs. 175/95 e nel D. Lgs. 174/95.

¹⁵⁹ Recepite in Italia con i suddetti Dd. Lgss. 174 e 175 del 1995, successivamente abrogati dall'art. 354 C.d.A.

assicurazione, al fine di superare i problemi che erano emersi nei vent'anni di sua applicazione. Tale gruppo di lavoro¹⁶⁰ venne presieduto da Helmut Müller, e la relazione che seguì nel 1997 prese, appunto, il nome di “*Rapporto Müller*”. Tale *Report* è alla base del successivo passo verso il processo Solvency I, che è, attualmente, la normativa in vigore.

7.3 *Il rapporto Müller*¹⁶¹

Il *Müller Working Party* si proponeva di analizzare le varie esperienze dei paesi europei al fine di comprendere se la disciplina sul margine di solvibilità, in particolare situazioni di emergenza per la società, permetteva un tempestico intervento dell'autorità di vigilanza. Inoltre, si intendeva verificare se la considerata modalità di calcolo del margine - minimo - di solvibilità fosse in grado di ricomprendere tutti quegli indici di rischio in cui l'impresa di assicurazione poteva incorrere, nonché valutare le previsioni normative dei singoli Stati membri in ordine ai requisiti di solvibilità.

Per fare ciò, il gruppo Müller identificò alcuni casi-tipo di dissesto di società assicurative degli ultimi venti anni, cioè dall'introduzione del margine di solvibilità, di cui studiò le cause. Il risultato fu abbastanza soddisfacente, nella misura in cui, nel periodo di tempo considerato, furono riscontrati solo pochi casi di perdite, alle quali si fece fronte, il più delle volte, attraverso l'aumento di capitale, o la fusione od incorporazione con altre società. Venne, però, pure rilevato, da un lato, che in alcuni casi anche il massimo rispetto delle norme sul margine di solvibilità non avrebbero potuto comunque evitare il dissesto, dimostrando così che il margine di solvibilità operava come soglia di sicurezza e di avviso dell'incombere di uno stato di crisi, ma non poteva comunque essere in

¹⁶⁰ Il gruppo Müller operò attraverso un questionario, che fu richiesto dalla Commissione di essere compilato a tre organizzazioni europee: al Gruppo Consultatif, che rappresenta gli attuari europei, al Comité Européen des Assurances, che rappresenta, invece, le imprese assicurative europee, e all'Association des Assureurs Coopératifs et Mutualistes Européens, che rappresenta le imprese assicurative mutualistiche e cooperative.

¹⁶¹ Rinvenibile online su https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/reports/report_dt_9704.pdf.

grado di evitare il dissesto meglio di una corretta analisi dello stato finanziario della società, e neanche dell'attività di una sana prudente gestione amministrativa od un'adeguata copertura delle riserve tecniche.

D'altro lato, però, si rilevarono casi nei quali fu chiaro che lo stato di crisi avrebbe potuto essere tempestivamente evitato con una maggiore attenzione nel calcolo del margine di solvibilità¹⁶².

Così, il gruppo Müller aggiunse al margine di solvibilità due ulteriori voci, ovvero il minimo fondo garantito ed il fondo garantito. Inoltre, specificatamente per il ramo non vita, venivano introdotte per la prima volta quelle categorie o indici di rischio esaminati in precedenza: i rischi tecnici, i rischi non tecnici ed i rischi di investimento.

Si affermava così per la prima volta la necessaria complementarietà del margine di solvibilità rispetto alle riserve tecniche.

La Commissione Europea vide nel lavoro del gruppo la novità e la tecnicità adeguate per rispondere al meglio alle reali situazioni di crisi di un'impresa, attraverso l'adozione di una formula che considerasse riserve tecniche e margine di solvibilità in modo più aderente alla realtà, creando le basi necessarie affinché la società di assicurazioni potesse adeguatamente prevenire circostanze rischiose.

8. Le Direttive del progetto Solvency I: il margine di solvibilità oggi

Per le citate ragioni, la Commissione Europea decise di perseguire negli studi intrapresi, costituendo un nuovo gruppo di lavoro presieduto da funzionari della Commissione ed esperti nazionali, con lo scopo di trarre, dai risultati presentati nel rapporto Müller, utili aggiustamenti della normativa in ordine alla composizione ed al calcolo del margine di solvibilità, ma anche degli investimenti

¹⁶² Specialmente nel ramo non vita tra le cause del dissesto erano ricomprese il mancato adeguato equilibrio investimenti ed *asset – liability*, la eccessiva rapidità di crescita dell'impresa o la insufficiente riassicurazione rispetto al volume d'affari dell'impresa. Nel rapporto si rilevava, inoltre, che le difficoltà nell'applicazione del margine di solvibilità era imputato, dagli organismi coinvolti nel questionario – cfr. nt. 159 –, rappresentativi di diverse realtà assicurative, alla complessità dei calcoli per l'indice di premi e l'indice di sinistri, nel caso delle assicurazioni non vita.

attuabili dalle società a copertura del il margine di solvibilità, con un particolare occhio di riguardo verso l'incremento del livello di armonizzazione delle normative nazionali, che, nel frattempo, richiedevano la possibilità di basarsi anche sugli indici di rischio ai fini del calcolo del margine di solvibilità, ai cui fini veniva proposta una sempre più dettagliata classificazione degli stessi.

Questi studi e queste proposte presero corpo nel c.d. Progetto Solvency I, con l'emanazione di due Direttive di riferimento, la Direttiva 2002/12/CE per il ramo vita e la Direttiva 2002/13/CE per il ramo non vita, entrambe del 5 marzo 2002¹⁶³. Queste direttive, recependo e concentrandosi su tutti gli studi, le ricerche, le proposte di aggiornamento e le critiche mosse, trattano, in particolare, del livello delle riserve da possedere, del margine di solvibilità, dell'ammontare del capitale minimo, e più in generale di tutti i requisiti di capitale, oggetto della complessa attività di studio che ha fatto parte del progetto Solvency I, per la loro essenzialità per la "buona salute" di una società di assicurazioni.

Nella normativa attuale il margine di solvibilità coincide con l'aliquota del patrimonio netto dell'impresa, in quanto eccede i mezzi necessari al normale svolgimento dell'attività di impresa con l'intento di far fronte a ogni sorta di impegno prevedibile¹⁶⁴. In tal senso si comprende, allora, la sua principale funzione, che è di garanzia in senso lato della solvibilità dell'impresa, dovendo essere commisurato al suo volume di affari e costituito con capitali apportati dagli azionisti e, più in generale, con utili ed attività dell'impresa stessa. Così inquadrato, esso assorbe la funzione del capitale sociale, dal quale però esso è tenuto distinto in tema di normativa applicabile¹⁶⁵.

La normativa comunitaria privilegia generalmente la costituzione del

¹⁶³ Recepite nella legislazione italiana tramite il D. Lgs. 3 novembre 2003, n. 307, recante, appunto, disposizioni in tema di "*Attuazione delle direttive 2002/12/CE e 2002/13/CE concernenti il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione, rispettivamente, sulla vita e nei rami diversi dall'assicurazione sulla vita*", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 266 del 15 novembre 2003 - Supplemento Ordinario n. 174

¹⁶⁴ Il margine di solvibilità, ex art. 44 C.d.A., comprende essenzialmente il capitale sociale versato, le riserve legali, statutarie e facoltative che non siano già destinate alla copertura di specifici impegni, gli utili riferibili a tutti gli esercizi precedenti, escluso quelli destinati alla distribuzione di dividendi, le perdite degli esercizi precedenti de imputare al nuovo esercizio. Può, altresì, comprendere altre specifiche e più tecniche voci, indicati alle lettere a) e b) del terzo comma.

¹⁶⁵ VOLPE PUTZOLU G. – DONATI A., *Manuale di Diritto delle Assicurazioni*, cit., 44 ss.

marginale di solvibilità attraverso attività valutate, con quegli stessi criteri di prudenza accennati in tema di riserve tecniche, in termini di redditività e liquidità da un lato, e rischiosità dall'altro¹⁶⁶.

A differenza delle riserve tecniche, che vengono costituite ed adeguate ad i premi raccolti, per il principio dell'inversione del ciclo produttivo, il margine di solvibilità, anche se deve crescere simmetricamente alle riserve, deve essere costituito in relazione all'attività ancora da svolgere. Esso è, quindi, definito con specifico riguardo, sì all'attività svolta dall'impresa, ma soprattutto a quella prevista per il futuro. In questo senso, sulla determinazione del margine di solvibilità non incide il principio di funzionamento tipico dell'attività assicurativa, in base al quale le riserve tecniche sono costituite con i premi raccolti.

Esso dovrà, piuttosto, essere costituito con capitali nuovi e diversi che possono essere reperiti o attraverso appositi nuovi apporti degli azionisti, oppure e più genericamente da utili e attività dell'impresa.

Dunque, nella valutazione della solvibilità di una impresa di assicurazione diverso è l'approccio delle riserve tecniche e del margine di solvibilità. Le prime determinano la capacità di solvibilità dell'impresa staticamente, collegandosi agli indici di rischio tecnico – attuariale; il margine di solvibilità, al contrario, mira ad assicurare e definire la capacità di solvibilità dinamica dell'impresa di assicurazione, riferendosi per lo più ad indici di rischio di natura generale – imprenditoriale¹⁶⁷.

Il margine di solvibilità sarà, allora, costituito da valori non destinati alla copertura di impegni verso gli assicurati. Le varie direttive che hanno introdotto e man mano regolato tale importante fattore dell'attività assicurativa si sono premurate di precisare quali beni possano entrare a farne parte, e quali valori ne sono invece esclusi¹⁶⁸.

In generale il legislatore comunitario privilegia la costituzione del margine

¹⁶⁶ Il ricorso all'attività di riassicurazione riduce il margine minimo di solvibilità obbligatorio per le imprese di assicurazione, riducendo, di fatto, gli impegni dell'impresa. Per tale ragione, ed al fine di evitare di ricorrere eccessivamente a tale pratica, essa è limitata ad una percentuale di rischi determinata dall'autorità di vigilanza.

¹⁶⁷ "GISMONDI F. – DI GREGORIO T., *Rischio d'impresa in campo assicurativo*, Bologna, 1997, 77 ss.

¹⁶⁸ Per l'indicazione data in tal senso dal C.d.A., cfr. nt. 162.

con attività che presentano un buon grado di liquidità e che non sono considerate eccessivamente rischiose, determinate con il dovuto rispetto di criteri di prudenza in tali determinazioni, come sempre richiesti, in modo tale da rendere la c.d. “volatilità” del margine minima, cioè la il rischio della sua inadeguatezza.

La tecnica di calcolo del margine di solvibilità si basa su una formula matematica, che viene adeguatamente diversificata per il ramo vita e per il ramo danni, cercando, così, di adattarsi alle specificità di ognuno dei citati rami, esaminando attentamente i fattori rilevanti del ramo considerato. Così, tali dati rilevanti sono individuati per i rami vita nelle c.d. riserve matematiche e nei capitali sotto rischio, mentre, per i rami danni, nelle riserve tecniche e nei premi riscossi dall’impresa¹⁶⁹.

La specifica formula, dunque il metodo di calcolo, dell’ammontare del margine di solvibilità viene determinata con apposite indicazioni date in tal senso dall’ISVAP, che, pur potendo modificare in alcuni punti i criteri od i valori presi in considerazione rispetto a quelli dettati dal legislatore europeo, deve comunque non stravolgerne i contenuti. In questo senso, infatti, bisogna considerare la necessità di non interferire eccessivamente con il processo di armonizzazione delle singole normative degli Stati membri, ancora in fase di realizzazione¹⁷⁰. Il C.d.A. rinvia ad un regolamento dell’ISVAP anche per la determinazione del calcolo della solvibilità corretta in presenza di un gruppo assicurativo o di un

¹⁶⁹ Non ci si può, però, esimere dal rilevare che insieme a questi fattori principali viene presa in considerazione nel calcolo anche l’eventuale attività di ricorso al mezzo della riassicurazione passiva, cioè al fatto che la stessa società di assicurazione operi un trasferimento del rischio da essa assunto in capo ad altra società. Invero, il ricorso alla riassicurazione riduce sensibilmente gli impegni dell’impresa assicurativa, e, conseguentemente, il margine minimo di solvibilità da possedere. Come affermato a nt. 164, tale fenomeno viene però giustamente limitato: il limite massimo fissato alla cessione dei rischi ammonta al 50% dei sinistri e capitali sotto rischio - pari alla differenza tra il capitale caso morte previsto dalla polizza e la riserva matematica accantonata: esprimono il capitale necessario all’assicuratore da integrare con la riserva matematica già accumulata per fronteggiare il pagamento del capitale in caso si verifichi la morte dell’assicurato prima del previsto - e all’85% delle riserve matematiche. Le imprese di riassicurazione, a loro volta, sono esentate dalla detenzione di un margine di solvibilità, mentre chi esercita entrambe le attività di assicurazione e riassicurazione deve comprendere nel calcolo del margine di solvibilità anche le operazioni inerenti la seconda attività. Cfr. ISVAP, *Il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione*, cit., 19.

¹⁷⁰ Pure in fase di armonizzazione, dunque diversificati nelle normative statali, sono i margini di intervento da parte delle autorità di vigilanza in caso si riscontri la mancanza variano secondo la insufficienza del margine di solvibilità richiesto.

conglomerato finanziario¹⁷¹. In questo specifico ultimo caso, il regolamento ISVAP indica tre ipotesi di modalità di calcolo¹⁷²: una basata sul bilancio consolidato, che deve essere utilizzato dalle imprese tenute alla redazione di questo tipo di bilancio; un'altra modalità di calcolo è, invece, basata sulla deduzione e aggregazione, per le imprese non tenute alla redazione del bilancio consolidato; infine, un a terza modalità di calcolo è quello della deduzione del margine di solvibilità minimo, che deve, però, essere autorizzata dall'ISVAP¹⁷³.

In particolare, il margine minimo di solvibilità nei rami vita deve essere proporzionale agli impegni assunti, ed il suo calcolo deve basarsi su un'aliquota delle riserve matematiche o dei capitali sotto rischio, mentre nel ramo danni il minimo deve essere calcolato avendo riguardo alla sinistrosità prevedibile in base ad un'attenta osservazione della sinistrosità in un determinato pregresso periodo, e deve essere almeno pari al più elevato dei risultati ottenuti.

E' comunque prevista una soglia minima per l'ammontare del margine di solvibilità, che l'impresa di assicurazione è tenuta a mantenere, dal momento della sua costituzione, che si aggiunge quale quota fissa del margine di solvibilità, come contrapposizione al relativo restante ammontare, variabile in relazione al volume d'affari dell'impresa. Tale ammontare minimo costituisce la c.d. *quota* o, nella sua accezione europeistica, *fondo di garanzia*, e deve essere costituito in misura almeno pari ad un terzo del complessivo ammontare del margine di solvibilità¹⁷⁴.

¹⁷¹ Cfr. il già citato artt. 44 ss. C.d.A., nonché l'art. 217 C.d.A., rubricato "*Solvibilità corretta delle imprese di assicurazione*", ai sensi del quale "1- *Le imprese di assicurazione o di riassicurazione di cui all'articolo 210, comma 1, calcolano la situazione di solvibilità corretta secondo le disposizioni stabilite dall'ISVAP con regolamento.* 2- *Ai fini del calcolo della situazione di solvibilità corretta, fatta salva l'eliminazione della costituzione di capitale frutto di operazioni interne al gruppo, non si tiene conto delle imprese controllate ai sensi dell'articolo 2359, primo comma, numero 3), del codice civile.* 3- *Le imprese di assicurazione o di riassicurazione di cui all'articolo 210, comma 1, trasmettono all'ISVAP, unitamente al bilancio d'esercizio, un prospetto dimostrativo della situazione di solvibilità corretta alla data di chiusura dell'esercizio al quale il bilancio si riferisce secondo il modello di cui all'articolo 219, comma 1, lettera b)*". I regolamenti ISVAP cui il primo comma si riferisce sono Regolamento n. 18 del 12 marzo 2008 ed il Regolamento n. 33 del 10 marzo 2010 relativamente alle imprese di riassicurazione.

¹⁷² Cfr. PUCCI S. – SCARSO G., *Gruppi assicurativi e margine di solvibilità*, Dossier n. 9, Assicurazioni Generali, Trieste, 1998.

¹⁷³ Per una dettagliata analisi delle modalità di calcolo cfr. RUBINO F., *Riserve tecniche e margine di solvibilità*, cit., 123 ss.

¹⁷⁴ Cfr. art. 46 C.d.A. Lo scopo della previsione di un ennesimo ammontare minimo riflette la costante necessità, esternata dal legislatore comunitario e nazionale più volte, di garantire un minimo livello di capitalizzazione dell'impresa di assicurazione, quale ulteriore livello minimo di

Un criterio generale è dato, comunque, riscontrare nelle normative degli Stati membri dell'U.E. quando il margine di solvibilità venga intaccato. Bisogna distinguere due ipotesi. La prima attiene al decremento del margine di solvibilità, senza che comunque sia intaccato il suo fondo di garanzia: in tal senso si può genericamente affermare che i Paesi dell'Unione mirano a reintegrare il margine di solvibilità attraverso generiche reintegrazioni di capitale, oppure tramite un maggiore ricorso alla riassicurazione passiva.

Quando, invece, ad essere intaccato è lo stesso fondo di garanzia, la situazione di crisi cui ci si trova di fronte è decisamente più preoccupante. L'impresa sarà, allora, tenuta a sottoporre all'autorità di vigilanza un vero e proprio piano di risanamento, che deve ricevere la sua approvazione. Il piano di risanamento può, anche in questo caso, prevedere un'operazione di aumento del capitale proprio, con conferimenti da parte dei soci. Nello stesso senso la società potrà pure operare nel senso di una variazione in negativo del volume d'affari, od attraverso la riqualificazione del portafoglio di assicurati, ovvero ancora attraverso il ricorso ad una maggiore riassicurazione passiva. Questi interventi, dunque, non riguardano esclusivamente il volume del capitale, ma più in generale può trattarsi di operazioni che coinvolgono a più ampio raggio le attività di gestione dell'impresa. Il piano di risanamento della critica situazione finanziaria della società deve essere attuato nel più breve tempo possibile, e nello stesso frangente di tempo deve essere ripristinata la correttezza dell'ammontare del fondo di garanzia.

Per attuare il piano di risanamento occorre, comunque, che non ci si trovi di fatto già in una situazione di insolvenza, ma semplicemente di squilibrio finanziario temporaneo. Quanto previsto consente, infatti, alla società che si trovi in un momentaneo periodo di instabilità finanziaria ma che è al contempo ritenuta in grado di superare, attraverso la predisposizione di adeguate e tempestive misure¹⁷⁵.

sicurezza, necessario per la continuazione dell'attività dell'impresa.

¹⁷⁵ Cfr. RUBINO F., *Riserve tecniche e margine di solvibilità*, cit., 117, il quale sottolinea pure come la normativa tenda a tutelare anche, se non soprattutto, gli impegni già assunti dalla società, che potrebbero subire qualche inconveniente, o dei semplici ritardi nella loro soddisfazione, nelle

Quando la società non si riesce a provvedere attraverso tempestivi piani di risanamento, lo stato di dissesto può degenerare nell'amministrazione controllata e, in ultima analisi, nella liquidazione coatta amministrativa, con la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di assicurazione, dunque definendosi in tal modo il suo stato di crisi.

Da quanto esposto, allora, l'istituto del margine di solvibilità può essere considerato quale ulteriore fonte di controllo, rispetto a quello operato genericamente dall'ISVAP, che regola con particolari meccanismi l'attività di quelle imprese di assicurazione che, pur trovandosi in una situazione di dissesto finanziario, sono ritenute ancora in grado di salvarsi dal definitivo stato di insolvenza.

9. Società di assicurazioni e solvibilità nel Risk Based Capital

I principi generali che ispirano il sistema di controllo della solvibilità delle imprese di assicurazione secondo la normativa europea non sono affatto dissimili da quanto accade oltre oceano. Negli Stati Uniti d'America il sistema è etichettato "*Risk Based Capital*" (RBC), e mira anch'esso essenzialmente alla misurazione delle situazioni di rischio in cui possono incorrere le imprese di assicurazione, e la conseguente determinazione dell'ammontare del patrimonio netto minimo necessario per farvi fronte. Inoltre, anche il sistema americano prevede dettagliate procedure di verifica da parte dell'autorità di controllo, soprattutto nelle ipotesi in cui il capitale di una società di assicurazione si riduca eccessivamente rispetto alla stabilita soglia minima.

Il *Risk Based Capital System* è stato introdotto negli USA negli anni Novanta dalla *National Association Insurers Commisioners* (NAIC)¹⁷⁶, una

more dell'attuazione dei piani di risanamento concordati. A questo scopo l'autorità di vigilanza dispone un vincolo sulla disponibilità degli attivi, ed in ogni caso opera un incisivo controllo sulla esecuzione degli impegni già assunti.

¹⁷⁶ La nuova normativa definita dalla NAIC, destinata a riflettere maggiormente le dimensioni delle imprese e la loro esposizione al rischio, si inseriva in un progetto più vasto di razionalizzazione e di armonizzazione delle regole applicabili alle imprese di assicurazione negli

associazione che riunisce le autorità di vigilanza sul settore assicurativo degli stati federati¹⁷⁷.

Sul RBC si basano, con le opportune modifiche, le indagini anche di notorie agenzie di *rating* con lo stesso scopo di valutare la stabilità finanziaria delle società di assicurazioni, ma diverse sono le finalità. Se, infatti, il controllo della NAIC assorbe una funzione puramente di vigilanza, le agenzie di *rating* hanno finalità meramente comparatistiche e di mercato¹⁷⁸.

Il dibattito sulla solvibilità delle imprese di assicurazione negli USA si sviluppò nella seconda metà degli anni Ottanta. Si era, infatti, rilevato un numero decisamente elevato di fallimenti di compagnie di assicurazione. Le autorità di vigilanza si posero, dunque, il problema di comprendere se poteva essere studiato un sistema di controllo della solvibilità di tali società che potesse consentire una azione preventiva di fronte a situazioni di probabile crisi dell'impresa, ovviamente nell'ottica della tutela dei soggetti coinvolti, ed in particolare dell'assicurato.

Il punto di partenza della riforma del sistema fu, necessariamente, l'analisi delle cause di tali fallimenti.

Gli studi effettuati rilevarono che i limiti principali del sistema del capitale fisso, adottato precedentemente al RBC, erano riassumibili nell'assoluta assenza

Stati Uniti. Questa armonizzazione è avvenuta tramite un sistema di "accreditamento" degli Stati da parte della NAIC. Ciascuno Stato resta responsabile della sua legislazione e della vigilanza delle compagnie di assicurazione la cui sede sociale è situata sul suo territorio. Alle regole emanate dalla NAIC possono pertanto aggiungersi regole specifiche per ciascuno Stato. In linea di massima ciascuno Stato ha un fondo di garanzia che interviene in caso di fallimento di una società vigilata e che è alimentato da tutte le società operanti nello Stato. Tale norma era stata pertanto preceduta dalla definizione di un insieme di regole contabili comuni per la redazione dei bilanci obbligatori.

¹⁷⁷ Ed anche del Distretto di Columbia, e dei territori dell'American Samoa, Guam, Puerto Rico e Virgin Islands. La NAIC nacque già nel 1871 con lo specifico scopo di coordinamento delle attività di controllo sulle società di assicurazioni che esercitavano la propria attività in più stati federati. Cfr. KLEIN R., *Insurance Regulation in Transition*, in *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 62, n. 3, 1995.

¹⁷⁸ Cfr. POTTIER S. W. – SOMMER D.W., *Life Insurers Risk-Based Capital Measurers*, in *The Journal of Insurance Regulation*, IV, 1998. Le agenzie di *rating* quali *Standard&Poor's*, *Moody's* e *Fitchratings* hanno ideato un proprio sistema di analisi della solvibilità poggiato su un approccio *Risk Based Capital*, cercando di superare i limiti presenti nel modello di NAIC, soprattutto inserendo delle analisi sui rischi qualitativi come quello sulla conduzione del management o la considerazione della congiuntura economica, ovvero ancora la qualità dei trattati assicurativi o la capacità dell'impresa assicurativa di generare autofinanziamento di capitale, al fine di dare un giudizio di *rating* su tali società di assicurazioni. Un esempio è il modello di *Standard&Poors "U.S. Life Insurance risk-based-capital Adequacy Model"*, sul cui funzionamento sono disponibili diversi contributi sul sito www.standardandpoors.com.

di correlazione tra ammontare del requisito patrimoniale ed esposizione al rischio, l'inadeguatezza dell'ammontare del capitale minimo, soprattutto per le più antiche compagnie e per quelle con un elevato portafoglio di assicurati, ma anche la mancanza di disposizioni che regolamentassero e, dunque, legittimassero l'intervento delle autorità di controllo statali nel caso in cui le società mostrassero i primi segni di uno stato di crisi, prima ancora che il capitale scendesse al di sotto del minimo stabilito¹⁷⁹.

Per esempio, nel ramo danni, fu rilevato che causa ricorrente dei fallimenti era il c.d. "*cash flow underwriting*", per il quale le compagnie di assicurazioni avevano attuato politiche di sottotariffazione al fine di raccogliere un ingente quantitativo di premi, con lo scopo di realizzare maggiori redditi da investimento attraverso favorevoli tassi di interesse. Questa politica si rivelò per molte compagnie statunitensi decisiva nella determinazione di situazioni di squilibrio finanziario, nella misura in cui accadeva spesso che il rendimento sperato degli investimenti non coincidesse con quello reale¹⁸⁰, risultando, così, insufficiente a compensare l'inadeguatezza di accantonamenti fatti sulla base di tariffe non congrue.

Si concluse che il sistema basato su standard fissi di capitale adottati fino ad allora non rispondeva più alla maggiore articolazione dei rischi del nuovo mercato, che richiedeva rinnovati strumenti di misurazione della solvibilità, basati su standard di capitale flessibili, calibrati a profili di rischio delle singole compagnie. Inoltre, si ritenne fosse necessaria una maggiore armonizzazione dei criteri di calcolo di quei rischi tra le varie legislazioni degli stati federati, in modo tale da rendere più concreti gli interventi delle autorità di controllo.

L'esigenza di una maggiore articolazione dei rischi è stata parte integrante della riforma del sistema di solvibilità delle imprese di assicurazioni degli Stati Uniti. L'attuale sistema prevede nel ramo danni una formula destinata a soddisfare la copertura di diverse tipologie di rischio: tecnico (*pricing and reserve risk*), di

¹⁷⁹ Per una illustrazione di tali studi per il ramo vita, cfr. A. M. BEST COMPANY, *Best's Insolvency Study: Life Insurers 1969-1990*, in *The Journal of Insurance Regulation*, 1992.

¹⁸⁰ Cfr., in tal senso, DORFMAN M. S., *Risk Management and Insurance*, Prentice Hall Inc., 1998.

credito (*credit risk*), ed il rischio di investimenti (*asset risk*). Nei rami vita, oltre al rischio tecnico e quello di investimento, sono pure presi in considerazione il rischio dell'andamento del tasso di interesse (*interest rate risk*) ed il rischio residuale, genericamente etichettato come *business risk*.¹⁸¹ Ulteriori indici di rischio possono essere considerati dalle autorità di vigilanza dei singoli stati federati, cui le società devono fornire adeguati rendiconti finanziari, che saranno inseriti dalla NAIC in un sistema informativo per essere adeguatamente analizzati.

La NAIC è, altresì, legittimata all'effettuazione di controlli tramite apposite procedure automatizzate, anche sul settore del *management*, della riassicurazione, degli investimenti e delle riserve. A questo fine, la NAIC può ottenere adeguate informazioni anche dalle agenzie di *rating*.

L'obiettivo del sistema RBC è, al pari del margine di solvibilità europeo, assicurare che le società di assicurazione siano dotate di un patrimonio sufficientemente positivo da essere in grado di far fronte a tutti gli impegni prevedibili. Dalla sua attuazione, e rispetto al previgente regime, è stato, in effetti, riscontrato un deciso calo di fallimenti delle società di assicurazione. Esso opera, anche praticamente, in modo simile al margine di solvibilità, nel senso che ciascun indice di rischio viene inserito in una specifica posta in bilancio, adeguatamente calcolato attraverso l'utilizzo di specifici coefficienti matematici¹⁸¹.

Lo scopo della NAIC è quello di valutare adeguatamente tutti i tipi di rischio, ed in particolare i rischi tecnici, i rischi di investimento ed i rischi di credito nel ramo danni. Per valutare i primi, ciò che si mira a verificare è se la società sia in grado di "salvarsi" dalla peggiore situazione rinvenibile nel mercato negli ultimi dieci anni, attraverso un'adeguata politica tariffaria. I rischi di investimento, invece, sono tipicamente legati alle fluttuazioni del valore di mercato degli investimenti, e dal pericolo che la società di assicurazioni si trovi in situazioni di carente liquidità. Infine, il rischio di credito si collega strettamente al

¹⁸¹ Il principio dell'RBC è quello di determinare un requisito patrimoniale per ciascuno dei principali "rischi" assunti dalle imprese di assicurazione: i metodi di calcolo utilizzati, più o meno complessi, tengono conto delle caratteristiche di ciascuna impresa. Il requisito patrimoniale complessivo dell'impresa si ottiene assemblando i requisiti patrimoniali connessi a ciascun rischio.

rischio di insolvenza dei debitori che, nel caso di specie, sono il più delle volte i riassicuratori delle società di assicurazioni.

Nel sistema matematico di calcolo per un'adeguata ponderazione dei rischi considerati e di tutti gli altri esistenti si tiene comunque in debito conto la circostanza per la quale la probabilità di manifestazione contemporanea di tutti i rischi è decisamente bassa.

Il sistema RBC determina, in questo modo, il requisito patrimoniale delle singole società, che dovrà essere confrontato con il capitale disponibile dell'impresa. Ciò avviene attraverso la redazione del bilancio che la società di assicurazione deve redigere appositamente per l'autorità di vigilanza. E', infatti, a questo bilancio che si applicano i criteri messi a punto dal sistema RBC¹⁸².

Quando, da questa comparazione dovesse emergere la mancata copertura del requisito patrimoniale minimo, l'autorità di controllo potrà attivare una procedura di intervento, o meglio, la procedura di intervento più adeguata a livello di *deficit* della società¹⁸³.

Sono, infatti, quattro i livelli possibili di intervento: il *Company Action Level*, in cui l'autorità di controllo richiede alla società un'adeguata motivazione per la mancata copertura del margine minimo del requisito patrimoniale, e gli interventi che intende attuare per ristabilire la copertura; il *Regulatory Action Level*, nel quale l'autorità può, inoltre, ordinare misure specifiche, sempre al fine del ripristino della copertura; l'*Authorized Control Level*, che prevede un intervento più incisivo dell'autorità di controllo, che può intimare misure per il recupero dell'impresa, ovvero, deciderne la liquidazione; il *Mandatory Control Level*, nel quale è fatto obbligo alla stessa autorità di controllo di rilevare la società per risanarla o porla in definitiva liquidazione.

¹⁸² Occorre ricordare in proposito che le imprese di assicurazione americane redigono più bilanci. Il bilancio destinato alle autorità di vigilanza, che è anch'esso pubblico, è redatto in base a norme specifiche (SAP: Statutory Accounting Principles) che sono più "prudenti" delle norme GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), che si applicano ai bilanci destinati agli azionisti. È al bilancio per la vigilanza che si applica, appunto, il sistema RBC messo a punto dalla NAIC.

¹⁸³ Il requisito patrimoniale globale così stabilito viene raffrontato ai fondi propri, denominati «total adjusted capital» in quanto sono soggetti alla detrazione di taluni elementi contabili, dell'impresa. Il rapporto fondi propri/requisito patrimoniale dell'impresa determina le possibilità di intervento dell'autorità di vigilanza.

Quando si tratta di società di assicurazioni che operano nel ramo vita esse sono sottoposte ad un *trand test*, che mira ad accertare che il *surplus* del capitale sul requisito minimo sia superiore al 25% perché, se questa percentuale non dovesse essere mantenuta per tre anni consecutivi, verrà attivata la procedura del *Company Action Level*.

Nonostante la sua apparente perfezione, il sistema RBC non è stato esente da critiche, che sono interessanti da rilevare nella misura in cui da tali critiche si sono mossi in modo simile i rilievi ai limiti del progetto Solvency I in Europa, che hanno portato alla Direttiva Solvency II.

La prima critica mossa dai commentatori americani è dovuta all'eccessiva rigidità del meccanismo di calcolo, in quanto questo si basa esclusivamente su dati passati al fine di valutare le aspettative future. Ancora, si è ritenuto che la valutazione dei rischi patrimoniali a copertura dei rischi tecnici sia collegato ad un calcolo eccessivamente prudentiale.

Ma riguardo ai rischi considerati, la maggiore critica è quella che rileva come il sistema RBC di fatto trascuri, e dunque omette di considerare adeguatamente, nel calcolo del margine di solvibilità il c.d. rischio manageriale. Certo, è pure da rilevare che se molti autori sono concordi nel ritenere che la qualità del *management* è senza dubbio un aspetto molto importante nella considerazione della solvibilità di una società di assicurazioni, è pure opinione diffusa che “costringere” in uno specifico calcolo matematico il rischio di una cattiva gestione non sia operazione affatto semplice. Ma, nonostante le difficoltà tecniche-operative nella considerazione di tale indice di rischio, la necessità di tenerne conto nasce dall'esigenza di un'analisi dinamica della solvibilità dell'impresa¹⁸⁴. In tal senso, allora, risultano essere molto d'aiuto nella considerazione del *management risk* i sistemi sviluppati dalle maggiori agenzie di *rating*, che consentono di valutare qualitativamente, oltreché quantitativamente, le risorse manageriali di una società al pari di qualsiasi altra risorsa aziendale.

¹⁸⁴ Certamente, se una società di assicurazione dovesse presentare risultati negativi per un certo periodo di tempo, nel contesto di un momento di mercato decisamente più favorevole, è quasi naturale ipotizzare che il risultato negativo sia dovuto ad una gestione non proprio adeguata, anche se, non per questo, fraudolenta.

Proprio per tali ragioni di difficoltà nella attenta valutazione di tale indice di rischio probabilmente il sistema basato sul RBC non ne tiene conto, nonostante il notevole apparato di mezzi e professionalità di cui dispone la NAIC.

La possibilità di riferirsi ai sistemi elaborati dalle migliore agenzie di *rating* potrebbe essere una buona soluzione della difficoltà, purché si possa essere sicuri che tali agenzie rispondano a parametri di affidabilità e terzietà stabiliti dalle autorità di vigilanza.

CAPITOLO III

SOLVENCY II: LA NUOVA VESTE DELLA SOLVIBILITÀ DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONI

1. I limiti di Solvency I

L'attualità del dibattito sulla solvibilità delle società di assicurazione ha portato alla continua ricerca delle migliori tecniche atte ad evitare l'insolvenza di tali specifiche tipologie societarie. Il modello attuale, che deriva dall'applicazione del c.d. processo Solvency I, è stato quasi subito rimesso in discussione, nella misura in cui si cerca in questo settore, data la sua rilevanza, di adeguarsi alla rapidità di crescita ed alle conseguenti esigenze di maggiore flessibilità da un lato, ed alla maggiore certezza nei rapporti giuridici dall'altro.

Era stata immediatamente rilevata l'inadeguatezza di tutto il sistema, relativa soprattutto al fatto che Solvency I prendesse in riferimento dati storici ai fini della considerazione di rischi futuri, valutazione che, così risulta quanto meno inadatta.

Solvency I, inoltre, usa un modello eccessivamente semplificato e generale per quantificare il requisito patrimoniale minimo di una società di assicurazioni. Così, sebbene dalla sua abbia come elemento estremamente positivo la, tutto sommato, semplice operazione di calcolo e, conseguentemente, bassi costi di realizzazione, il suo difetto risulta essere proprio quella estrema semplificazione, e la sua rigidità nella valutazione degli indici di rischio, che non consente di dirigere le entità patrimoniali dove vi si ha più bisogno di coprire determinati rischi. La rigidità nel sistema di calcolo adottato la si rinviene anche, ad esempio, nella impossibilità di una specificazione personalizzata dei rischi in cui può incorrere la singola società: a parità di premi e di sinistri, invero, la rischiosità di due imprese può essere ben diversa, dipendendo da fattori ulteriori ma non adeguatamente considerati.

Per molti, il crollo dei mercati finanziari tra il 2002 ed il 2003, che causò il fallimento anche di diverse società di assicurazioni, ha reso ancora più evidente un'altra importante mancanza del processo Solvency I, ovvero la mancata considerazione del *management risk*, o *Asset-Liability Management Risk*.

Le motivazioni che hanno condotto all'esigenza di un nuovo regime in ordine al sistema di valutazione della solvibilità delle società di assicurazione non sono state imputate, comunque, solamente alle debolezze di Solvency I; invero, si è assistito ad un decisivo sviluppo delle tecniche gestionali delle singole società, che hanno introdotto modelli gestionali più raffinati, che in molti casi includono metodi stocastici, rendendo, al contempo, informazioni sulla loro attività più dettagliate, ed anche più frequentemente, che in passato.

Si è, di conseguenza, reso necessario un ripensamento globale del sistema così come fino ad oggi impostato, che possa riflettere al meglio i rischi effettivi assunti dalle imprese, con le opportune diversificazioni delle singole realtà imprenditoriali, che, al contempo, incentivi le stesse imprese di assicurazione a conoscere e gestire al meglio i propri rischi, che consenta alla vigilanza di cogliere per tempo i segnali di difficoltà, che rifletta l'esigenza di maggiore trasparenza nelle gestioni, ma soprattutto che sia abbastanza flessibile da riflettere con tempestività e rispondere adeguatamente agli sviluppi del mercato.

A questi risultati si è mirato nella predisposizione della Direttiva c.d. Solvency II¹⁸⁵, ad oggi in fase di recepimento.

¹⁸⁵ Direttiva 2009/138/CE del 25 novembre 2009, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L 335/1 del 17.12.2009. Già dal primo *Considerando* della direttiva si evince chiaramente l'intento del legislatore comunitario di dar un'ordina a tutta quella serie di direttive emanate a partire dagli anni Settanta in merito all'attività di assicurazione, rilevando come sia essenziale una loro sostanziale modifica, attraverso un unico testo normativo che le rifonda. Le direttive interessate sono le numero 73/239/CEE, 78/473/CEE, 87/344/CEE, 88/357/CEE, 92/49/CEE, 98/78/CE, 2001/17/CE, 2002/83/CE, e 2005/68/CE. La Direttiva Solvency II avrebbe dovuto essere recepita negli Stati membri, e dunque le relative disposizioni essere in vigore, già dall'inizio dell'anno 2012, ma, ad oggi, tale data è stata spostata al 2014. Evidentemente, il ritardo nella applicazione della nuova disciplina è dovuto ai grandi cambiamenti necessari per la sua attuazione, tanto in tema di normativa nazionale, quanto in tema di organizzazione interna delle società di assicurazioni.

2. Solvency II in generale

Il progetto che è approdato alla Direttiva Solvency II è chiaramente rivolto alla definizione di tutte le norme che possono avere effetti sulla solvibilità delle imprese di assicurazione. Si tratta, quindi, non solo di definire regole sui requisiti di capitale, sulle riserve tecniche e sugli investimenti, ma soprattutto di revisionare la disciplina sotto tutti i profili, anche di carattere qualitativo, che possono avere influenza sulla solvibilità dell'impresa.

Queste nuove esigenze nascono dalla consapevolezza che il complesso di norme imperative sul capitale, le riserve tecniche e gli investimenti, se isolatamente considerate, non sono da sole sufficienti prevenire le eventuali situazioni di crisi per questo tipo societario. Ci si è resi conto della necessità di dover, piuttosto, intervenire alla radice dei problemi, alle cause originarie delle crisi. Questo lo si crede oggi possibile, il più delle volte, attraverso una attenta e corretta valutazione in ordine alla gestione dell'impresa ed alla qualità del suo *management*.

Inoltre, il progetto si pone quale fondamentale ulteriore obiettivo quello di rendere i requisiti di capitale maggiormente coerenti con l'effettivo profilo di rischio delle singole imprese: come è stato rilevato, e come risulta dalla prassi, infatti, l'attuale sistema del margine di solvibilità definisce i requisiti di capitale in maniera abbastanza approssimativa, senza tenere in considerazione gli effettivi profili di rischio dell'impresa e facendo riferimento in via prevalente ad aspetti di carattere dimensionale.

Per tali ragioni Solvency II mira a fissare delle linee guida che incoraggino la misurazione e la gestione dei rischi da parte delle stesse imprese, facendo leva soprattutto sul perfezionamento del sistema interno di misurazione e gestione dei rischi, rendendo il *management* quanto più consapevole possibile in ordine ai rischi gestiti¹⁸⁶.

¹⁸⁶ Il nuovo mira, altresì, a risultare flessibile, nel senso di una più agevole modificazione specifica, che lo renda idoneo a stare al passo con l'evoluzione dei fenomeni di mercato e del quadro regolamentare. In questo senso è stabilito, in particolare, che il modello dovrà essere coerente con gli standard assicurativi di supervisione internazionali, come quelli emanati dallo

Infine, ma non per questo di secondaria importanza, Solvency II si propone un ulteriore obiettivo, di rilevanza essenziale in considerazione degli obiettivi politici di creazione del mercato unico dei servizi finanziari, che consiste nella maggiore convergenza, e dunque maggiore armonizzazione, non solo delle normative dei singoli Stati membri, in modo da poter assicurare a tutti i soggetti coinvolti nel settore di poter operare in condizioni regolamentari equivalenti in tutto il territorio dell'Unione Europea, ma anche a livello intersettoriale, nel senso di una parità di trattamento di rischi simili, a prescindere dal tipo d'impresa che li sottoscrive.

3. La storia dello sviluppo di Solvency II

Il processo che ha portato all'emanazione della Direttiva Solvency II è stato caratterizzato da almeno due grandi fasi di lavori preparatori che sono stati improntati alla ricerca delle migliori tecniche di superamento dei limiti riscontrati nell'attuale disciplina, dopo Solvency I. Essendo convinta che un fenomeno di tale portata non possa essere integralmente compreso se non inserito nell'ambito dei lavori preparatori che ne hanno rilevato le ragioni della sua stessa esistenza, pare opportuno procedere ad una, seppur breve, schematizzazione di tutti quei lavori il cui frutto è maturato, appunto, nella Direttiva in esame. La Direttiva Solvency II ridisciplina tutta la materia dell'assicurazione e della riassicurazione; nel presente lavoro essa sarà esaminata, ma con specifico riguardo alle tematiche inerenti la gestione delle risorse societarie al fine della sua solvibilità.

IAIS (International Association of Insurance Supervisors), e soprattutto compatibile con il quadro contabile.

3.1 Solvency II: la prima fase ed il modello Lamfalussy

Il primo grande passo verso la rivisitazione del margine di solvibilità venne fatto nel corso del XXIII incontro dell'Insurance Committee della Commissione Europea¹⁸⁷. Fu in tale sede che si concluse che occorresse completare rapidamente la revisione del margine di solvibilità conformemente al Piano d'azione per i Servizi finanziari¹⁸⁸, che comprendesse, altresì, un riesame della posizione finanziaria dell'impresa assicurativa, che includesse anche quegli indici di rischio, quale l' *asset-liability management risk*, che non erano stati, fino ad allora, presi in considerazione.

Furono elaborati numerosi documenti e report¹⁸⁹ che individuano gli aspetti sui quali si sarebbe dovuti intervenire, e di fatto si è intervenuti, al fine dell'emanazione di una normativa più confacente le necessità attuali. Si trattava, nello specifico, delle riserve tecniche¹⁹⁰, del rischio di investimento¹⁹¹, della corretta gestione *asset – liability*, della riassicurazione, dei requisiti e delle metodologie per il calcolo del margine di solvibilità¹⁹² e dei sistemi di contabilità.

Nel marzo 2001 venne approvato uno specifico procedimento decisionale per la creazione delle regole nei mercati dei servizi finanziari, sulla base dello studio fatto dal gruppo di lavoro presieduto da Alexandre Lamfalussy¹⁹³. Il modello procedimentale elaborato aveva lo specifico scopo di rendere la

¹⁸⁷ Oggi EIOPC – European Insurance and Pensions Committee

¹⁸⁸ Confluito in una proposta di direttiva rinvenibile su <http://eur-lex.europa.eu/>, cod. 52003PC0659

¹⁸⁹ Un ottimo database è il sito della Commissione Europea. I *Working Papers* inerenti al progetto Solvency II sono rinvenibili all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/workpapers_en.htm.

¹⁹⁰ In particolare era stata rilevata un'inadeguata armonizzazione delle riserve tecniche non vita.

¹⁹¹ Anche il rapporto Müller asserì l'importanza del rischio di investimento, sulla considerazione che era stato rilevato che una buona percentuale delle variazioni dei risultati finanziari potrebbe essere attribuita alla volatilità degli investimenti. In tal senso, lo stesso rapporto, considerava di dover riscrivere le norme in tema di stima del patrimonio societario, maggiormente incrementando il profilo della trasparenza, al fine di ridurre la prudenza nella stima.

¹⁹² Nel senso dell'individuazione del metodo più corretto che possa riflettere al meglio i rischi reali che incombono sull'impresa, attraverso un calcolo dei rischi che, pur rimanendo semplice, deve al contempo essere flessibile e trasparente per riflettere la riduzione di rischio dovuta alla diversificazione del portafoglio.

¹⁹³ FERRAN E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004, 61 ss.

normativa europea in materia più flessibile e tempestiva rispetto allo sviluppo del mercato. Il modello Lamfalussy innovava il processo di formazione della normativa europea perché coinvolgeva le Istituzioni europee (Consiglio e Parlamento) nel processo di codecisione, soprattutto per quel che concerne la determinazione dei principi o delle linee generali della disciplina da realizzarsi con direttive quadro; perché coinvolgeva le Autorità indipendenti nazionali del settore nella fase preparatoria ed istruttoria, nonché nella fase di implementazione della normativa a livello nazionale; perché valorizzava in modo particolare l'informazione e la consultazione degli azionisti; perché riduceva la possibilità di creazione normativa in questo settore da parte delle Istituzioni nazionali; perché il modello decisionale ipotizzato era, non prima di aver apportato qualche opportuna modifica, estendibile con successo alla disciplina dei settori bancario ed assicurativo.

In buona sostanza, la procedura Lamfalussy comporta, dalla sua prima applicazione in poi, che la Commissione riceva dettagliati e scrupolosi *report* dalle apposite commissioni per la stesura di progetti normativi prima di qualsiasi adozione ufficiale.

3.2 Solvency II: la seconda fase ed il rapporto Sharma

La seconda fase del processo che ha portato alla Direttiva Solvency II è stata avviata nel 2003, e si è proposta di dare vita, dopo la definizione dei principi avvenuta con la prima fase, a regole più dettagliate e tecniche. La Commissione diede incarico ad un nuovo gruppo di studio, il *Conference of Insurance Supervisory Services working group*, che, per condurre il suo lavoro, analizzò meticolosamente le normative nazionali, attraverso un vero e proprio sondaggio, che diede delle risposte dalle quali nacquero dettagliate raccomandazioni. Il gruppo pubblicò un *report*, c.d. rapporto Sharma¹⁹⁴, dal nome del suo Presidente.

¹⁹⁴ Online su http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/impactassess/annex-c02_en.pdf.

Il sondaggio si componeva di tre parti¹⁹⁵. La prima sezione mirava ad analizzare le risorse che le autorità locali avevano messo sino ad allora a disposizione per un tempestivo intervento in tema di solvibilità delle società di assicurazioni. Il gruppo di studio notò con piacevole sorpresa che, in effetti, tali risorse erano state predisposte e che, effettivamente, il loro utilizzo fosse risultato utile nel prevenire le situazioni di crisi delle imprese di assicurazioni. Quello che non fu, però, ritenuto positivo fu la grande diversità nei sistemi giurisdizionali dei singoli Stati membri, per i quali il gruppo raccomandò maggiore integrazione.

La seconda sezione, invece, cercava di rinvenire quali fossero stati gli errori reali attraverso il raggruppamento di diverse imprese per categorie. Da questa analisi si rese noto che le imprese che versavano in stato di dissesto finanziario riuscivano a recuperare solo attraverso la procedura di aumento del capitale.

L'ultima parte del sondaggio, invece, chiedeva alle autorità nazionali di evidenziare quali fossero state le lacune del sistema, secondo la loro esperienza. Venivano, così, analizzati specifici casi, al fine di comprendere le problematiche inerenti la questione della solvibilità delle imprese, incluse le cause delle possibili situazioni di instabilità finanziaria che ne sono la base di partenza, nonché l'analisi degli strumenti di diagnosi precoce, e dunque di prevenzione, dell'insolvenza.

Il sondaggio fu la base della maggioranza delle raccomandazioni poste dal report del gruppo di studio, che furono, a loro volta, la base costruttiva della normativa sfociata in Solvency II.

Sinteticamente, le raccomandazioni di questo report mirano alla creazione di un sistema normativo che affronti il rischio sotto tre specifici aspetti. Sotto il profilo dell'adeguatezza patrimoniale e della solvibilità, il sistema deve garantire che gli assicuratori siano in grado di far fronte con le proprie risorse finanziarie agli eventuali effetti dei rischi cui sono esposti. Inoltre, il gruppo raccomanda che il sistema predisponga una serie di indicatori di allarme precoce e di altri strumenti di prevenzione al fine di individuare e correggere potenziali minacce

¹⁹⁵ Cfr. ELING M. – SCHMEISER H. – SCHMIT J. T., *The Solvency II Process: Overview and Critical Analysis*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=869267, 3 ss.

alla solvibilità degli assicuratori prima che i loro pieni effetti si materializzano. Da ultimo, si raccomanda di prestare maggiore attenzione a fattori interni, come la qualità e l'adeguatezza della gestione, con particolare riferimento alla *governance* societaria¹⁹⁶.

Il lavoro del gruppo è stato innovativo nel senso di cercare di utilizzare al meglio l'esperienza concreta dei suoi membri. Invero, riferirsi alle esperienze nazionali è stato un successo nella misura in cui ciascuna autorità di vigilanza nazionale dispone di informazioni e di elementi di analisi in ordine ai problemi delle imprese di assicurazione che nessun altro operatore del settore può detenere nella loro interezza. La possibilità di venirne a conoscenza attraverso il sondaggio ha dato al gruppo la visione più ampia possibile della concretezza del problema a livello europeo.

La principale conclusione del rapporto Sharma è che il sistema prudenziale deve comportare tutta una serie di strumenti regolamentari, preventivi o correttivi, che permettano di intervenire ad ogni livello nel quale un problema può manifestarsi: dalla fase più precoce (causa sottostante) quando, ad esempio, la cattiva gestione di un'impresa è percettibile soltanto nell'atteggiamento dei dirigenti o dei dipendenti dell'impresa, fino all'ultima fase, quando un concatenamento di cause e di effetti (eventi esterni, decisioni inadeguate, errori, ecc.) ha già determinato un grave deterioramento della situazione finanziaria recante pregiudizio agli assicurati.

In questa prospettiva, i requisiti patrimoniali sono soltanto uno dei necessari strumenti regolamentari, certamente importante, ma essi sono, da soli, insufficienti a costituire un sistema di vigilanza prudenziale. A tale riguardo, la relazione raccomanda una maggiore differenziazione delle soglie d'intervento in funzione delle caratteristiche finanziarie dell'impresa, ma non contiene proposte

¹⁹⁶ Il rapporto Sharma, testualmente, 70, 6.2.3, afferma che *"In order to ensure the right mixture of being prepared and resilient we need a prudential regime that addresses risk in three main ways: (i) it needs to ensure that insurers are able to cope financially with the effects of the risks that they are exposed to; (ii) it needs a range of early-warning indicators and other diagnostic and preventative tools that help us to detect and correct potential threats to the solvency of insurers before their full effects materialize; (iii) finally the regime needs to pay more attention to internal factors such as the quality and suitability of management, adequate corporate governance practice and codes and an insurer's risk management systems"*.

dettagliate per il calcolo di queste soglie d'intervento. In compenso, la relazione contiene una serie di raccomandazioni concrete per la creazione, lo sviluppo o l'armonizzazione di altri strumenti regolamentari.

4. Il modello di Solvency II

La normativa posta nella Direttiva Solvency II si struttura su tre ideali pilastri. Tale genere di strutturazione non è, invero, originale, ma è stata importata dalla, precedente, normativa in ambito bancario, ove è stata già adottata a partire dall'anno 2001, con il "New Basel Capital Accord" – Basilea II¹⁹⁷.

Il primo pilastro, quello dei *quantitative requirements* - requisiti finanziari - riguarda tutte le regole che impongono all'impresa di possedere determinate risorse finanziarie.

Il secondo pilastro riguarda le c.d. *supervisory activities*, in quanto è in esso ricompreso tutto il sistema di norme previste da Solvency II che riguarda sia i processi di vigilanza interna, sia tutti gli aspetti di carattere qualitativo inerenti la gestione dell'impresa. A titolo esemplificativo, a questo riguardo va rilevata una differenza con Basilea II. La regolamentazione bancaria, infatti, include in questo pilastro regole che si concentrano sul cosiddetto "*supervisory review process*", un

¹⁹⁷ Sebbene tale struttura sia ispirata al modello prudenziale bancario adottato con Basilea II, ciò non comporta necessariamente l'identità del contenuto dei tre pilastri. Basilea II prevede, invero, tre pilastri che sono i requisiti patrimoniali minimi, il processo di vigilanza prudenziale, la disciplina di mercato e della trasparenza. Anche Solvency II segue, appunto, genericamente tale impostazione, riferendosi per ogni pilastro rispettivamente a requisiti quantitativi, qualitativi e di disciplina di mercato, e dando in ogni processo una gran rilevanza alla gestione del rischio, alla trasparenza ed all'efficienza delle Autorità di Vigilanza. Tuttavia, si può ben riscontrare che sussistono anche delle importanti differenze. Invero, Basilea II è orientato a potenziare la stabilità di un sistema internazionale, quello bancario, in cui i singoli operatori sono consapevoli della importante interdipendenza reciproca. Solvency II, invece, si pone quale obiettivo primario la protezione degli assicurati contro il rischio della insolvenza della specifica società. Ma, nonostante questa importante differenza negli obiettivi, i due sistemi normativi si trovano ad affrontare il medesimo problema: ridisegnare un sistema, il più possibile semplice, che sia in grado di cogliere, e per tempo, i rischi effettivamente corsi dalle imprese. Esiste, ad oggi, una proposta Basilea III: anch'essa sembra muoversi verso tre direzioni: il rafforzamento delle dotazioni patrimoniali a copertura dei diversi rischi ai quali le banche sono esposte, soprattutto di quelli che, alla luce della crisi, si sono dimostrate la maggiore fonte di perdite; l'introduzione di strumenti anticiclici per assicurare che le banche accumulino risorse nelle fasi espansive e di una disciplina più stringente per gli operatori a rilevanza sistemica; l'innalzamento della qualità del patrimonio di vigilanza.

processo di supervisione finalizzato a verificare che le regole del primo pilastro siano coerenti con l'effettivo profilo di rischio della singola impresa, processo che può condurre alla richiesta di capitale addizionale. In Solvency II, invece, questo pilastro ha un ambito di applicazione decisamente più ampio, inserendovi anche tutti quegli aspetti che riguardano l'armonizzazione delle pratiche di vigilanza.

Infine, il terzo pilastro riguarda i *supervisory reporting* e i *public disclosure*, ovvero il complesso di informazioni sulla situazione finanziaria e sui rischi della specifica impresa che essa è tenuta a fornire agli operatori affinché si manifesti sul mercato il "*market discipline effect*", ossia l'effetto propulsivo che un mercato più informato, premiando le imprese migliori, è capace di avere sulla qualità della gestione delle imprese e quindi, indirettamente, sulla loro solvibilità.

I tre pilastri sui quali è articolato Solvency II sono connessi tra loro¹⁹⁸: se, infatti, il primo pilastro definisce l'ammontare patrimoniale necessario per far fronte ai rischi di *underwriting* - sottoscrizione, di mercato e di credito, nel calcolo del quale è possibile l'attuazione anche di modelli interni, ed il secondo pilastro mira tanto alla maggiore consapevolezza dei rischi specifici corsi dall'impresa, attraverso la costituzione di presidi volti al monitoraggio del rischio, quanto alla previsione di tecniche di ispezione omogenee da parte del controllo interno della società, il terzo pilastro rappresenta la naturale conseguenza dei primi due. Esso comporta che l'impresa quantifichi il proprio livello di rischio effettivo, così come richiesto dal primo pilastro, e che lo monitori attraverso idonee infrastrutture interne, ma anche esterne, - secondo pilastro -, in modo da informare il mercato in modo assolutamente trasparente circa il suo modo d'essere e di operare - terzo pilastro -.

E' opportuno, dunque, analizzare più in dettaglio le norme che compongono le basi dei tre specifici pilastri.

¹⁹⁸ BALDINI M., *Basilea II e Solvency 2 per le assicurazioni: analogie e differenze*, in *Basilea II*, 2, 2006, 20 ss.

4.1 Il primo pilastro¹⁹⁹

Nel primo pilastro vengono ricomprese tutte le risorse finanziarie che devono trovarsi in possesso di una società di assicurazioni affinché questa possa essere considerata solvibile.

Sono, così, fatte idealmente rientrare nel primo pilastro tutte le norme dettate dalla Direttiva che si riferiscono all'adeguatezza degli accantonamenti tecnici, nella forma delle riserve, all'adeguatezza degli investimenti e, più genericamente, alle regole sul capitale proprio della compagnia²⁰⁰.

Per quanto riguarda le riserve tecniche, è stabilito che esse sono il mezzo al quale le imprese di assicurazioni devono riferirsi per far fronte a tutte le loro obbligazioni di assicurazione e di riassicurazione nei confronti dei contraenti, e, più in generale, di tutti i beneficiari della loro attività.

In tal senso, il legislatore europeo ritiene opportuno individuare un metodo di identificazione del valore delle riserve. Questo corrisponderà all'importo attuale che le imprese di assicurazione dovrebbero pagare se dovessero trasferire le loro obbligazioni immediatamente ad un'altra impresa, calcolato "*in modo prudente, affidabile ed obiettivo*"²⁰¹, nel senso che tale valore, che implica un'operazione svolta alle normali condizioni di mercato senza alcun tipo di valutazione sul livello di credito delle imprese, implica altresì una valutazione degli attivi e dei passivi secondo l'importo al quale potrebbero essere trasferiti o regolati tra parti consapevoli alle correnti condizioni di mercato, come stabilisce il precedente art. 75 Dir. 2009/138/CE.

¹⁹⁹ Sul primo pilastro sono stati pubblicati i seguenti Working Papers dal CEIOPS, oggi EIOPA - *European Insurance and Occupational Pensions Authority*: CP 26: Metodologie di calcolo della componente best estimate delle riserve tecniche, CP 27: Segmentazione in linee di business ai fini del calcolo delle riserve tecniche, CP 28: Calcolo del rischio di controparte nella Formula Standard, CP 29: Riconoscimento dei fondi propri accessori, CP 30: Considerazione dei premi futuri nel calcolo delle riserve tecniche, CP 32: Considerazione delle azioni manageriali nel calcolo delle riserve tecniche, CP 35: Valutazione di attività e passività (escluse le riserve tecniche), CP 31: Trattamento delle tecniche finanziarie di trasferimento del rischio, CP 36: Special Purpose Vehicle relativi a rischi di tipo assicurativo, CP 37: Procedure per l'approvazione dei modelli interni, tutti rinvenibili sul sito dell'ente.

²⁰⁰ Di tali argomenti tratta il Capo VI della Direttiva Solvency II recante "*Disposizioni inerenti alla valutazione delle attività e delle passività, delle riserve tecniche, dei fondi propri, del requisito patrimoniale minimo e disposizioni in materia di investimenti*".

²⁰¹ Cfr. art. 76, Dir. 2009/138/CE, II comma.

In particolare, il valore delle riserve tecniche sarà il risultato della somma tra la loro miglior stima – c.d. *best estimate* – ed il margine di rischio – c.d. *risk margin* –. Il primo elemento è pari alla media ponderata dei flussi di cassa futuri, che vengono, così, finalmente presi in considerazione in un’ottica che guarda ad un momento successivo e senza più riferimenti ai dati storici. Si tratta quindi del valore attuale atteso. In particolare, nel calcolo della *best estimate* viene usata una buona dose di cautela nella misura in cui esso avviene al lordo degli importi che sarebbero recuperabili grazie alla attività di riassicurazione passiva. Il calcolo, inoltre, viene realizzato non solo sulla base di informazioni che devono presentare il carattere della credibilità e realtà, ma anche attraverso l’utilizzo di specifici ed adeguati modelli attuariali e statistici; dovrà, inoltre, tenere conto dell’eventuale inflazione, compresa quelle delle spese e dei sinistri, nonché di tutte le entrate e le uscite di cassa necessarie per far fronte alle obbligazioni derivanti direttamente dall’attività di assicurazione e/o di riassicurazione, cioè tutti i pagamenti ai contraenti e/o beneficiari, comprese le future partecipazioni agli utili a carattere discrezionale che siano o meno garantiti da contratto (a meno che tali pagamenti non siano classificati come *own funds* – fondi propri).

Il *risk margin* è, invece, il costo di costituzione di un importo di fondi propri pari al requisito di solvibilità, necessario per far fronte agli impegni presi. Esso rappresenta, dunque, il prezzo che un altro assicuratore richiederebbe per rilevare e fare quindi fronte, agli impegni sottoscritti dalla prima impresa.

Tali due elementi che compongono il valore necessario delle riserve tecniche devono essere valutati, come regola generale, separatamente²⁰².

Per quanto riguarda gli investimenti, la normativa raccomanda di considerare in maniera adeguata i rischi che da essi possono derivare, a fronte delle riserve tecniche disponibili.

²⁰² In deroga a questa regola generale è previsto però che non sia necessario che il calcolo effettivo avvenga separatamente quando i flussi di cassa futuri connessi con le obbligazioni di assicurazione o di riassicurazione possono essere riprodotti in modo affidabile utilizzando strumenti finanziari per i quali sia osservabile un valore di mercato affidabile. In questo caso il valore delle riserve tecniche associato a tali futuri flussi di cassa è determinato sulla base del valore di mercato di tali strumenti finanziari.

Il criterio adottato dalla Direttiva è quello della “persona prudente”²⁰³: in base a questo criterio le società di assicurazione e riassicurazione potranno legittimamente investire solo in strumenti che essi possano adeguatamente gestire e controllare in ordine ai rischi che essi portano con sé. E di questi stessi rischi l’impresa dovrà tenere conto al più generale fine della valutazione del fabbisogno di solvibilità globale²⁰⁴.

In particolare, le attività che coprono il requisito patrimoniale minimo ed il requisito patrimoniale di solvibilità, di cui si dirà meglio tra poco, devono essere investite in attività che garantiscono la sicurezza del ritorno finanziario, e, dunque, la liquidità e la redditività. In modo adeguato devono essere investite anche le attività che coprono le riserve tecniche, e tale adeguatezza andrà riscontrata in riferimento alla natura e alla durata delle passività inerenti l’attività assicurativa, tenendo ben a mente l’interesse generale da soddisfare in ogni caso, che è quello dell’assicurato o del beneficiario a ricevere la dovuta prestazione della garanzia.

In tema di investimenti, il legislatore comunitario stabilisce, altresì, e nonostante abbia preventivamente dettato una normativa che sembra essere molto precisa e severa, il generale principio della libertà di investimento²⁰⁵, per il quale gli Stati membri non possono interferire con la propria normativa interna nell’attività di investimento delle società in questione. In particolare non possono imporre l’investimento o il non investimento in determinate categorie di attività, e non possono neanche sottoporre le decisioni della gestione societaria in ordine agli investimenti ad alcun tipo di autorizzazione o di controllo preventivi. In tal senso, appare evidente che il legislatore comunitario, pur fermamente credendo nel ruolo delle autorità nazionali di controllo al fine di intervenire tempestivamente nell’evitare la crisi di una società di assicurazione, vuole dare ampio spazio alla libertà imprenditoriale che, se condotta da un *management* capace e responsabile, non può essere costretta in eccessivi limiti e deve, al contrario, essere lasciata libera di esprimersi.

²⁰³ C.d. *prudent person principle*, cfr. art 132 Dir. 2009/138/CE.

²⁰⁴ Cfr. art. 45, Dir. 2009/138/CE, che prevede il fabbisogno della solvibilità globale nella valutazione interna del rischio e della solvibilità, tenendo conto del proprio specifico profilo di rischio, e dei limiti di tolleranza del rischio e della strategia operativa scelta dall’impresa.

²⁰⁵ Cfr. art. 133, Dir. 2009/138/CE.

Infine, il primo pilastro contempla un importante complesso di norme in merito ai requisiti di capitale di una società di assicurazioni.

Esso prevede, nello specifico, due livelli obbligatori di capitale: il target capital²⁰⁶, meglio noto come *Solvency Capital Requirement* (SCR) o requisito patrimoniale di solvibilità, ed il livello minimo assoluto di capitale²⁰⁷, o *Minimum Capital Requirement* (MCR).

Il SCR rappresenta il requisito patrimoniale di solvibilità di un'impresa di assicurazioni. Esso deve riflettere il capitale economico necessario all'impresa per operare con una probabilità di fallimento decisamente bassa. In buona sostanza è la quantità di capitale che è ritenuta adeguata per consentire all'impresa di assicurazione di assorbire significative perdite inattese e fornire una ragionevole sicurezza agli assicurati.

Esso deve, inoltre, considerare tutti i rischi quantitativi cui è esposta l'impresa, e può essere calcolato tramite la formula standard proposta nella stessa direttiva o tramite un modello interno, pure contemplato nel testo normativo.

Il SCR deve essere calcolato di esercizio in esercizio, ed il suo risultato deve essere comunicato all'autorità di controllo. Ciò che importa è che le imprese detengano fondi propri sufficienti a coprire l'ultimo SCR accertato e comunicato.

Il computo annuale non è, però, fissato in modo decisivo una volta calcolato²⁰⁸. L'impresa può, infatti, incorrere in situazioni che comportano la necessaria modifica dell'ammontare del SCR. Essa è, infatti, tenuta a controllarlo costantemente, per valutare un eventuale ricalcolo dello stesso nei casi in cui il profilo di rischio dell'impresa si discosti notevolmente da quello tenuto in considerazione nell'ultima quantificazione. Se questo avviene, scatta in capo all'impresa un vero e proprio onere di procedere nuovamente al calcolo, e di comunicarne il nuovo risultato all'autorità. Il ricalcolo può essere anche da quest'ultima imposto, nella misura in cui ci siano fondati motivi di ritenere che il profilo di rischio dell'impresa sia, concretamente, mutato. Così, il requisito patrimoniale di solvibilità potrà assurgere ad essere l'indicatore principale per

²⁰⁶ Cfr. artt. 100 ss., Dir. 2009/138/CE.

²⁰⁷ Cfr. artt. 128 ss., Dir. 2009/138/CE.

²⁰⁸ Cfr. art. 102, Dir. 2009/138/CE.

stabilire se un'impresa di assicurazione stia operando in condizioni considerate normali, ovvero stia attraversando un periodo di crisi²⁰⁹.

Tenendo in debita considerazione tutti i rischi realmente quantificabili, nonché dell'incidenza delle tecniche di attenuazione del rischio, il SCR riflette esso stesso il profilo di rischio dell'impresa. Il calcolo avviene attraverso tecniche di valore a rischio (cd. VaR, *Value at Risk*), conformemente alla formula standard, i cui tratti generali vengono definiti nella stessa direttiva

Gli articoli da 103 a 111 descrivono, infatti, gli obiettivi, l'architettura e la calibrazione generale della formula standard di calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità²¹⁰. Il metodo utilizzato dalla formula standard ha come obiettivo la migliore corrispondenza con la realtà dei rischi corsi dall'impresa.

Vengono, a tal fine, determinati diversi coefficienti europei standard, ma ove questi non risultino in linea con l'effettività dei rischi corsi dall'impresa, questa potrà sempre rivolgersi verso l'utilizzo del modello interno, cosa che il legislatore europeo cerca di incentivare, anche, ad esempio, attraverso la circostanza per cui l'applicazione della formula standard comporta, in generale, il soddisfacimento da parte dell'impresa di requisiti più onerosi rispetto a quelli che sarebbero previsti da un modello interno, modulato sulle specifiche esigenze di un'impresa.

Il modello standard finisce, così, con operare in modo abbastanza simile al modello del Risk Based Capital statunitense, nella misura in cui esso comporta la quantificazione dei rischi più critici cui l'impresa è, di fatto, esposta.

Il sistema di calcolo standard²¹¹ del requisito patrimoniale di solvibilità deve essere composto o dai previsti moduli di rischio, e quindi tenere conto del rischio

²⁰⁹ Il nuovo requisito patrimoniale di solvibilità corrisponderà al capitale economico che un'impresa deve detenere per limitare la probabilità di rovina allo 0,5%, vale a dire una ogni 200 anni, il che equivale a dire che la stessa impresa deve poter essere considerata solvibile nella misura del 99,5%.

²¹⁰ L'architettura "modulare", basata su tecniche di aggregazione lineare, è ulteriormente specificata nell'allegato IV della direttiva. Ai fini del calcolo del SCR dovrà essere stabilito un sistema standard di quantificazione, mediante l'ausilio delle Associazioni Internazionali degli Attuari, utilizzando un insieme di coefficienti standard definito a livello europeo. Il nuovo sistema di calcolo consentirà, così, anche l'uso di modelli interni, regolarmente validati dalle Autorità di Controllo. In particolare i criteri di validazione dovranno essere decisi a livello europeo anche sulla base del supporto che potrà essere fornito dalla professione attuariale.

²¹¹ Analiticamente esaminato negli artt. 105 – 111, Dir. 2009/138/CE, e nei relativi e citati allegati.

di sottoscrizione, del rischio di mercato e del rischio di inadempimento della controparte.

Tale formula presenta l'indubbio prerogativa di raggiungere nel suo risultato, che è quell'auspicato ammontare che implica da sé la solvibilità dell'impresa, il reale profilo di rischio dell'impresa. Di contro, però, la sua applicazione non è certo sia realmente agevole per la totalità delle imprese. Invero, la sua applicazione comporta notevoli costi di sviluppo e l'impiego di ingenti risorse umane, che un'impresa di minori dimensioni potrebbe anche non riuscire a sostenere²¹².

In ogni caso, come già affermato, il legislatore comunitario intende stimolare le società di assicurazione ad una gestione interna dei rischi, facendo loro utilizzare, parzialmente o totalmente, più della formula standard che finisce col fornire un requisito di capitale molto elevato, modelli interni di gestione dei rischi²¹³ più confacenti le condizioni della specifica impresa, che dovranno, però, essere validati dalle autorità di vigilanza.

La Direttiva illustra i requisiti applicabili alle imprese che intendono utilizzare un modello interno, completo o parziale, per il calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità. L'approvazione del modello da parte dell'autorità di vigilanza avviene previa presentazione di apposita richiesta da parte dell'impresa, con la quale questa deve dimostrare, anche documentalmente, che sono rispettati i requisiti previsti dalla direttiva, che sono la prova dell'utilizzo – c.d. *use test*²¹⁴ – e gli standard di qualità statistica, di calibrazione, di convalida e di documentazione.

²¹² Resta comunque il fatto che il legislatore comunitario lascia liberi i legislatori nazionale di non estendere la normativa in esame alle imprese di assicurazione di piccolissime dimensioni, come si rinviene dalla lettura dei *Considerando* introduttivi della Direttiva. In particolare il quarto considerando rende noto che “È appropriato che talune imprese che prestano servizi di assicurazione non siano soggette al sistema stabilito dalla presente direttiva date le loro dimensioni, il loro status giuridico, la loro natura, ad esempio il loro stretto legame con i sistemi di assicurazione pubblica, o i servizi specifici offerti. È inoltre opportuno escludere taluni organismi di vari Stati membri, la cui attività si esercita solo su un settore molto ristretto ed è limitata per legge a un determinato territorio o a determinate persone”.

²¹³ Di essi si occupano gli artt. 112 – 127, Dir. 2009/138/CE.

²¹⁴ I *use tests* evidenziano l'utilizzo dei sistemi di *risk management* ed *economic capital* nell'attività di business, e rientrano negli elementi di cui, in generale, dispone l'ORSA – *Own Risk and Solvency Assessment*, sul quale si tornerà più ampiamente nel prosieguo.

Se nel modello standard appare adeguato un orizzonte temporale annuale o al massimo di tre anni per i rischi più complessi ai fini di un controllo della stabilità finanziaria e della solidità patrimoniale della compagnia, l'utilizzo di modelli interni richiede, invece, un orizzonte temporale di medio periodo, comunque non superiore a 5 anni, e si pone, così, come strumento che coadiuva il management nella definizione delle strategie più appropriate.

Le imprese con i modelli di gestione interna del rischio possono, inoltre ed a differenza di quelle che optano per la formula standard, considerare anche le eventuali correlazioni tra le classi di rischio: viene così spiegato quanto affermato in precedenza, circa la possibilità che da l'adozione del modello interni di abbassare i requisiti di capitale dell'impresa. Ciò risulta, ad oggi, un apprezzabile incentivo nell'adozione di *Internal Risk Models* nelle compagnie.

Accanto al *Solvency Capital Requirement* è previsto un *Minimum Capital Requirement* (MCR)²¹⁵.

Il MCR è stato istituito con uno scopo non molto diverso dall'attuale margine minimo di solvibilità, essendo suo preciso scopo porsi quale livello minimo di protezione, al di sotto del quale l'impresa opera con un rischio molto elevato. Il calcolo del MCR è programmaticamente dichiarato dal legislatore comunitario chiaro e semplice, "al fine di garantire la possibilità di una revisione".

Il suo calcolo può essere del tutto autonomo, ovvero consistere in una percentuale del *Solvency Capital Requirement*²¹⁶, rispetto al quale, e più del quale, servirà alle autorità di controllo per comprendere se ed in che misura l'impresa stia per incorrere in uno stato di – grave – crisi. Esso riflette, infatti, quel livello di capitale al di sotto del quale l'operatività di un'impresa assicurativa presenta un rischio per gli assicurati inaccettabile qualora l'impresa continuasse la propria attività, ed è talmente grave da rendere necessari gli interventi dell'autorità di vigilanza più gravi, che possono portare fino alla revoca dell'autorizzazione ed alla liquidazione della società.

²¹⁵ Cfr. artt. 128 – 131, Dir. 2009/138/CE.

²¹⁶ Quando è calcolato in percentuale al SCR, il MCR non può scendere al di sotto del 25% né essere superiore al 45% del SCR. Cfr. art. 129.3, Dir. 2009/138/CE.

4.2 Il secondo pilastro²¹⁷

Il secondo pilastro riguarda, invece, sia la *risk governance* che le *supervisory activities*, comprendendo tutte le norme sulla gestione dell'impresa e quelle sui processi ed il ruolo della vigilanza interna alla stessa società.

Si passa così dalla previsione dei requisiti quantitativi dell'impresa a quelli qualitativi, che devono essere parimenti messi in atto per presidiare la gestione dei rischi.

Il sistema di *risk governance* preso in considerazione dalla Direttiva Solvency II interessa sostanzialmente i sistemi di *governance*, l'audit interno, le funzioni attuariali, l'esternalizzazione di funzioni ed in generale i controlli interni ai fini di una procedura di autovalutazione del livello di rischio e della solvibilità.

Genericamente, si rinviene la volontà del legislatore comunitario a diffondere all'interno della stessa impresa la cultura del rischio e della sua corretta gestione, valorizzando il momento del controllo interno alla stessa società prima ancora dell'intervento delle autorità di controllo statali, cui, però, si deve fare costante riferimento nella comunicazione dei dati e delle variazioni rilevati dagli organismi di controllo interno in ordine ai fattori di rischio.

La Direttiva pone norme molto specifiche sia in tema di funzionamento dell'amministrazione dell'impresa sia sui dei profili di responsabilità e dei requisiti necessari in materia di *governance*²¹⁸.

Sotto il primo aspetto, la responsabilità per l'osservanza delle disposizioni legislative inerenti l'attuazione della Direttiva ricadrà in ogni caso sull'organo gestionale dell'impresa, a nulla rilevando l'eventuale ricorso alla pratica dell'esternalizzazione per la totalità o solo per alcune funzioni gestionali od attività operative. In particolare, tale pratica è ammissibile in via generale, ma non fino al punto di arrecare grave danno all'impresa nel suo complesso, od anche un

²¹⁷ Sul secondo pilastro sono stati pubblicati dal CEIOPS, oggi EIOPA - *European Insurance and Occupational Pensions Authority* i seguenti Working Papers: CP 33: Sistema di governo societario, CP 34: Livello di trasparenza del processo di vigilanza, CP 31: Trattamento delle tecniche finanziarie di trasferimento del rischio, CP 36: Special Purpose Vehicle relativi a rischi di tipo assicurativo, CP 37: Procedure per l'approvazione dei modelli interni.

²¹⁸ Cfr. artt. 40 – 50, Dir. . 2009/138/CE.

pregiudizio alla trasparenza circa l'attività svolta dalla società²¹⁹.

Sotto il profilo dei requisiti generalmente necessari per una buona attività di *governance*, tale intendendosi l'attività manageriale che miri ad una sana e prudente gestione, è necessario che la società disponga di una struttura organizzativa più trasparente possibile, che comporta non solo la dichiarata ripartizione delle responsabilità in capo ai soggetti coinvolti in base al settore di appartenenza, ma anche un sistema che sia in grado di garantire un'adeguata trasmissione delle informazioni inerenti l'attività della società²²⁰, evidentemente ai fini del miglior controllo possibile dell'autorità di vigilanza statale, che eseguirà un controllo sul sistema di *governance* per valutare i rischi che potrebbero influire sulla solidità finanziaria delle imprese, e, dunque, ai fini della tutela del contraente, in ordine alla loro solvibilità²²¹.

Particolare rilevanza viene data alle procedure di *asset – liability management*, inerenti la gestione dei rischi e la valutazione interna del rischio e della solvibilità. La normativa in tema è definita ORSA – *Own Risk and Solvency Assessment*,²²² e mira a misurare l'adeguatezza della formula standard rispetto al profilo di rischio proprio dell'impresa. Essa comprende “*le strategie, i processi e le procedure di segnalazione necessarie per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi a livello individuale ed aggregato ai quali sono o potrebbero essere esposte (le imprese) e le relative*

²¹⁹ Si tratta, in particolare, del pregiudizio della capacità delle autorità di vigilanza di controllare che l'impresa adempia a tutti i propri obblighi. Inoltre, l'art. 49.2, Dir. 2009/138/CE, espressamente prevede cosa l'attività di esternalizzazione non può determinare. In particolare non può creare un grave pregiudizio alla qualità del sistema di *governance* dell'impresa interessata, l'incremento indebito del rischio operativo, o mettere, genericamente, a repentaglio la prestazione di un servizio continuo e soddisfacente ai contraenti.

²²⁰ In tal senso, si rinviene un altro momento di collegamento tra i pilastri sui quali si fonda la Direttiva Solvency II: la trasparenza e l'adeguata informazione circa l'attività della società sono, infatti, idealmente disciplinati da quello che è divenuto il terzo pilastro della normativa in esame.

²²¹ Vengono, così, pure in rilievo i requisiti di competenza e di onorabilità che i dirigenti devono possedere. In particolare, la competenza riguarderà le specifiche competenze professionali al fine della auspicata sana e prudente gestione, mentre l'onorabilità si traduce nella buona reputazione ed integrità, che viene misurata nel non assoggettamento alla procedura di fallimento di società gestite dal medesimo soggetto in precedenza. Tali requisiti sono considerati di tale rilevanza da rendere necessaria una comunicazione all'autorità di vigilanza in ordine a qualunque modifica dei vertici societari. Cfr. artt. 42 – 43, Dir. . 2009/138/CE.

²²² La struttura e i contenuti del processo ORSA presentano analogie con il processo ICAA – *Internal Capital Adequacy Assessment* – previsto dalla normativa Basilea II e ormai ben avviato nel settore bancario.

*interdipendenze*²²³.

L'ORSA costituisce una vera e propria novità nel senso che rappresenta un'importante occasione di revisione interna, sia sul piano dei controlli che della strategia, ed rappresenta anche il punto di partenza dell'attività di supervisione da parte delle Autorità di vigilanza.

Per raggiungere lo scopo preposto, l'ORSA è corredata della possibilità di utilizzo di diversi strumenti. E', ad esempio, prevista la necessità di varie tipologie di *report*, che contengano la descrizione di determinati dati²²⁴, identifica le procedure da utilizzare per la gestione dei rischi chiave, quali quelli derivanti dalla gestione delle riserve, delle attività e delle passività, degli investimenti, della liquidità, dei rischi operativi e di quelli attinenti l'attività di riassicurazione²²⁵, delinea il profilo di rischio corrente dell'impresa e la correlativa posizione della sua solvibilità, in termini prudenziali ed economici.

La stessa normativa rende possibile alla società di valutare la propria solvibilità futura attraverso apposite proiezioni sulle necessità di capitale per il periodo futuro. Ai fini della valutazione della solvibilità la ampia libertà di organizzazione interna della gestione permette, altresì, l'utilizzo di c.d. *stress tests* ed analisi della scenario attuale della stabilità finanziaria dell'impresa: essi mirano a verificare la tenuta della solvibilità della società al verificarsi di scenari negativi ipotetici.

I stress test sono, dunque, utilizzabili proprio ai fini della valutazione interna del rischio e della solvibilità, valutazione che riguarda il fabbisogno globale di solvibilità, per il quale si deve necessariamente considerare il profilo di rischio specifico dell'impresa, l'osservanza dei requisiti sia patrimoniali, in ordine all'adeguata calibrazione del *Solvency Capital Requirement* e del *Minimum Capital Requirement*, sia delle riserve tecniche necessarie, nella considerazione dell'adeguata solvibilità in ordine ai rischi cui l'impresa potrebbe essere esposta

²²³ Ex art. 44.1, Dir. . 2009/138/CE.

²²⁴ Può trattarsi di *report* finanziari, relativi a dati di esercizi passati riguardanti gli assets, liabilities, premi e cash flows, oppure di report per gli stessi azionisti, che possono essere forniti tanto da soggetti interni quanto esterni all'impresa, ad esempio la Financial Services Authority – FSA.

²²⁵ Cfr. art. 44.2, Dir. 2009/138/CE.

nel breve e nel lungo periodo, al fine di verificarne la solvibilità finanziaria sulla base di uno scenario di continuazione del business.

L'importanza dell'utilizzo di tal genere di test, che sembrano proprio essere ispirati ai *solvency tests* previsti nella normativa statunitense, si rinviene considerando che il legislatore europeo non manca di decretare che “*La valutazione interna del rischio e della solvibilità è parte integrante della strategia operativa ed è presa sistematicamente in considerazione nelle decisioni strategiche dell'impresa*”²²⁶.

I *stress tests* devono mirare, dunque, a comprendere se la società sia in grado di far fronte a tutte le perdite previste dallo scenario di volta in volta ipotizzato²²⁷.

Le imprese di assicurazione dovranno disporre di un adeguato sistema di controllo interno, comprensivo di procedure amministrative e contabili. Nell'ambito del controllo interno assumeranno particolare rilevanza le funzioni di audit interno e quelle attuariali. Le prime consentono, invero, la valutazione dell'efficacia del sistema di controllo predisposto dall'impresa. In tal senso è essenziale che la funzione di audit interno venga svolta in posizione di obiettività ed indipendenza dall'ambito manageriale, cui, comunque, vengono comunicati i risultati dell'audit interno affinché l'organo amministrativo possa stabilire gli opportuni provvedimenti da prendere ed essere tempestivo nel proprio intervento. Ciò dovrebbe, di fatto, consentire all'impresa di risolvere i propri problemi, emersi attraverso il corretto utilizzo di tale sistema, prima di far attivare in tal senso l'autorità di vigilanza.

Le funzioni attuariali consentono, invece, l'adeguatezza del controllo sulla misurazione di tutte le entità tecniche che devono essere prese in considerazione.

E', dunque, chiaro che la Direttiva abbia inserito, varie soglie d'intervento; anche in tal senso pare proprio che essa si sia ispirata al sistema americano.

²²⁶ Cfr. art. 45.4, Dir. 2009/138/CE.

²²⁷ L'analisi per scenario prevede, generalmente, che l'economia evolva in tre possibili modi diversi: *best case*, *middle case* e *worst case*. Praticamente parlando, vengono di volta in volta ipotizzati questi tre scenari per ciascuno dei fattori chiave, (tassi d'interesse, rendimento, debito, ecc.), e si mira ad individuare se essi evolveranno, rispettivamente, nel migliore dei modi (*best case*), in modo normale (*middle case*) o nel peggior modo immaginabile (*worst case*).

4.3 Il terzo pilastro²²⁸

Il terzo pilastro su cui si regge l'impianto normativo dettato dalla Direttiva Solvency II è dedicato alla c.d. *Risk Transparency*, ed è volto essenzialmente alla definizione degli obblighi informativi, molti dei quali già desunti nella precedente trattazione, verso i sistemi di vigilanza nazionale e verso il mercato, al fine di adeguatamente informarlo circa lo svolgimento dell'attività dell'impresa.

E' conseguente che tali disposizioni hanno l'effetto di intervenire indirettamente tanto sulla qualità della gestione delle imprese nel loro complesso, quanto sulla loro solvibilità. Il terzo pilastro è, così, complementare rispetto ai primi due, in quanto il processo informativo in esso contemplato assume, ai fini dei requisiti quantitativi del primo e di quelli qualitativi del secondo, una rilevanza fondamentale.

L'attività informativa verso l'esterno prevista dal terzo pilastro, dunque la c.d. *disclosure* al mercato e il c.d. *reporting* all'autorità di vigilanza, consiste nello specifico in tutto il complesso di informazioni da trasmettere a fini di vigilanza, predisposto tanto da organismi interni all'impresa, quanto da soggetti esterni ad essa e specializzati a livello professionale nel settore dell'auditing o attuariale.

Così impostato, il sistema vuole consentire all'autorità di vigilanza le proprie valutazioni in ordine all'organizzazione e alla governance dell'impresa, la modalità di gestione specifica del proprio business, i principi applicati nella gestione del controllo interno, l'impostazione del sistema di *risk management*, ivi compresi i rischi considerati, nonché la strutturazione e la gestione del capitale. Nello specifico, tale sistema normativo compreso nel terzo pilastro mira a stimare l'adeguatezza delle strategie organizzative e manageriali predisposte dalla società, nonché i criteri di valutazione, ai fini della solvibilità dell'impresa, in tema di attività e passività, ma anche in tema di riserve tecniche.

²²⁸ Sul terzo pilastro è stato pubblicato dal CEIOPS, oggi EIOPA - *European Insurance and Occupational Pensions Authority* il Working Paper CP 37: Procedure per l'approvazione dei modelli interni.

In tale ultimo senso rientrano nel terzo pilastro le norme che descrivono i processi e le strategie usati per identificare, misurare, mitigare e controllare i rischi dell'impresa, per categorie di rischio, mirando a fornire informazioni circa il capitale dell'impresa e qualsiasi possibile dato che possa implicare il rischio dell'insolvenza, consentendo, così, all'autorità di vigilanza di operare un concreto, e possibilmente tempestivo, controllo sulle condizioni di solvibilità dell'impresa.

Il fine ultimo di tale normativa è reso palese dall'art. 27 della Direttiva, ed è quello della tutela dei contraenti e dei beneficiari²²⁹.

Le informazioni previste dalla normativa in esame saranno utili, nelle intenzioni del legislatore comunitario, anche al fine di rinforzare i meccanismi di mercato, quale la concorrenza, ed a contribuire a creare un sistema di controllo basato sull'oggettivo profilo di rischio delle specifiche imprese²³⁰.

La scelta in ordine alle informazioni pubblicate a mero fine informativo verso il mercato è un aspetto piuttosto delicato, nella misura in cui esse possono incidere notevolmente sulla stabilità finanziaria della stessa società

Le informazioni riguardanti una impresa di assicurazione possono essere di tipo finanziario e di tipo strettamente assicurativo. Se le prime sono dirette specialmente agli analisti e ai grossi investitori, e possono, così, interessare anche i concorrenti e gli intermediari, le seconde sono utili agli assicurati e alle autorità di vigilanza. La scelta delle informazioni da rendere pubbliche, o la stessa opportunità o meno di renderle pubbliche, dovrà essere fatta in modo prudente al fine di non penalizzare le società. Per tale ragione le imprese di assicurazione solitamente definiscono in ambito dello stesso consiglio di amministrazione politiche di informativa pubblica, dichiarando a priori i loro obiettivi e le strategie adottate in tal senso. Così, dovrà essere la stessa compagine direttiva ad assumersi ogni responsabilità in ordine all'eventuale creazione, a seguito di quelle

²²⁹ Cfr. art. 27, Dir. 2009/138/CE, rubricato "Obiettivo principale della vigilanza" che testualmente afferma "*Gli Stati membri garantiscono che le autorità di vigilanza dispongano dei mezzi necessari e posseggano relative conoscenze, capacità e mandato per raggiungere l'obiettivo principale della vigilanza, ovvero la tutela dei contraenti e dei beneficiari*".

²³⁰ A tal proposito gli economisti auspicano l'allineamento dello schema informativo agli standard contabili internazionali.

pubblicazioni, di effetti indesiderati²³¹.

L'attività di vigilanza operata dalle apposite autorità nazionali sulla base di quanto previsto dal terzo pilastro potrà, quindi, avvenire in modo prospettico e ponendo nella giusta luce il profilo di rischio. Essa includerà la verifica continua del corretto esercizio dell'attività assicurativa, anche nel senso dell'osservanza delle disposizioni di vigilanza da parte delle imprese²³².

Così, ancora una volta, viene in rilievo il perché di una struttura tripartita, che non può fare a meno di alcuna sua parte, rispettando un principio di coerenza: il secondo pilastro è supplementare al primo, mentre il terzo si occupa di completare la struttura. In questo modo si cerca di evitare la sovrapposizione e l'ingenerarsi di confusione, che potrebbe rallentare il processo di implementazione della normativa comunitaria.

5. L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa assicurativa

Alla luce di quanto esposto è evidente che la Direttiva Solvency II, oltre a ridisegnare la disciplina assicurativa e riassicurativa nel suo complesso, impone specifici obblighi organizzativi all'impresa, nell'ambito del ruolo chiave assegnato alla *governance* societaria. Tali nuove esigenze riflettono l'ulteriore, fondamentale e connesso fine di Solvency II: assicurare che le imprese portino avanti una gestione a tutto campo dei rischi ai quali è esposta l'impresa, cioè una gestione dei rischi globale, nel senso che tenga in considerazione tutte le differenti categorie di rischi cui è esposta l'impresa. Per realizzare la gestione nell'ottica dei nuovi principi esigiti da Solvency II, ove la gestione a tutto campo di quei rischi è fondamentale a garantire la tutela ultima degli assicurati, e dunque la solvibilità stessa dell'impresa, le imprese sono, di fatto, tenute a riorganizzarsi, tanto in ambito organizzativo vero e proprio, quanto in ambito gestionale ed informativo.

²³¹ Quali, a titolo esemplificativo, l'aggravamento della già esistente situazione di crisi, la sfiducia da parte degli assicurati, ecc.

²³² Cfr. art. 29, Dir. 2009/138/CE.

In questo senso la normativa comunitaria fa rilevare la sua duttilità: vero è che essa pone obiettivi molto ambiziosi, per raggiungere i quali pone principi, riscrive norme, attribuisce funzioni e responsabilità in modo deciso e concreto, ma è pure vero che essa è liberale nella misura in cui attribuisce alla *governance* societaria di organizzare liberamente le proprie funzioni al fine del raggiungimento degli obiettivi proposti, salvo specifici obblighi contenuti nel corpo della Direttiva.

Si è visto come, nell'ambito del c.d. secondo pilastro, giochi un fondamentale ruolo la pianificazione e l'implementazione da parte dell'impresa del sistema di *Risk Management*: perché questo dia i risultati sperati in termini di efficacia occorre che esso sia perfettamente integrato con la struttura organizzativa e col processo decisionale dell'impresa di assicurazione

L'organizzazione di una struttura efficiente è rilevante anche ai fini dell'*Own Risk and Solvency Assessment*, per l'implementazione della cui normativa è indispensabile per l'impresa disporre di una strutturazione che, attraverso l'adeguata considerazione del volume d'affari e della complessità dell'attività svolta, le consenta di valutare adeguatamente i rischi cui è esposta attraverso idonee decisioni dell'organo amministrativo. Per tale ragione l'ORSA costituisce, nelle intenzioni del legislatore comunitario, un'importante parte della strategia gestionale dell'impresa, e per lo stesso motivo è necessario che l'impresa sia in grado di procedere alle valutazioni indicate nella normativa in ordine alla gestione dei rischi a tutto campo in modo continuo, dunque sistemico, ma soprattutto in modo da consentire una reazione tempestiva agli eventuali primi segni di distacco dei dati valutati da quelli reali.

La *governance* della società di assicurazione risulta essere, dunque, il perno centrale della normativa, prendendo così il legislatore comunitario spunto dalle critiche mosse al regime adottato dagli stati membri a seguito dell'attuazione del progetto Solvency I.

Nell'ottica della necessaria adozione degli opportuni provvedimenti in modo tempestivo, viene in rilievo che la solvibilità cui aspira la Direttiva non è quella statica, almeno non solo, ma quella dinamica, ossia in linea con i repentini

cambiamenti del mercato e che deve sottendere la naturale dinamicità dell'attività dell'impresa²³³. Questa non può essere raggiunta se non supportata dalla gestione a tutto campo dei rischi, e tale gestione non può realizzarsi se non corredata e supportata dall'adeguatezza della struttura organizzativa, da risorse umane specializzate e competenti, o da un sistema informativo efficiente.

In buona sostanza, tale struttura organizzativa efficace ed efficiente è necessaria affinché l'impresa possa valutare i propri bisogni in merito alla propria solvibilità, e dunque i rischi, con continuità, sistematicità e tempestività.

La gestione a tutto campo dei rischi richiesta da Solvency II comporta che la loro valutazione sia parte integrante e fondamentale dei processi gestionali²³⁴.

Generalmente le imprese di assicurazione si avvalgono in tal senso di strutture gestionali di tipo verticale quale quella c.d. funzionale o quella c.d. divisionale. La prima si articola per aree di attività – funzioni – specifiche, la seconda in aree di business, quindi, ad esempio, per categorie di prodotto o per aree di mercato, che danno luogo alle *Strategic Business Unit*. Entrambe hanno una strutturazione verticale delle funzioni, organizzate, nel caso di struttura organizzativa funzionale, a livello dell'intera impresa, oppure, come nel caso della struttura organizzativa divisionale, a livello di ogni singola Unità di Business.

Questa organizzazione di tipo verticale crea numerosi passaggi, dovuti alla gerarchizzazione estrema delle funzioni gestionali. Questo comporta non pochi problemi ai fini della richiesta tempestività nelle decisioni gestionali dell'impresa richiesta dalla Direttiva Solvency II, problemi che derivano da un'eccessiva separazione delle funzioni.

Per tale motivo Solvency II sembra preferire la c.d. organizzazione per processi all'impresa assicurativa che, invece, prevede l'integrazione delle funzioni, che sembra più confacente l'attività assicurativa in quanto in questa i processi gestionali e le relative attività o funzioni sono tra loro interdipendenti.

La struttura organizzativa per processi è per natura orizzontale, in quanto

²³³ Cfr. SELLERI L., *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazioni: verso l'organizzazione per processi?*, in *Dir. Ec. Ass.*, III, 2010, 605 ss., 611 ss.

²³⁴ C.d. *Enterprise Risk Management*, sul quale cfr. SELLERI L., *L'impresa e il rischio. Introduzione alla gestione integrata dei rischi*, Milano, 2005.

viene sviluppata intorno a un numero limitato di processi gestionali, con lo scopo di collegare le attività dei dipendenti con i bisogni degli assicurati, in modo da dare a questi ultimi soggetti il miglior risultato del servizio loro offerto²³⁵.

Ciò avviene grazie all'abbattimento di numerosi livelli gerarchici, che comunque rimangono nella loro essenzialità, che porta con sé una notevole semplificazione gestionale, e dunque un minor numero di rischi.

La struttura organizzativa per processi si sviluppa attraverso appositi gruppi di lavoro – *team* – che assumono molteplici competenze e che formano i propri membri costantemente per garantire il miglior risultato gestionale possibile, attraverso una risposta sempre più adeguata e tempestiva alle esigenze dell'utente finale. Ogni *team* svilupperà il processo decisionale inerente la propria competenza dal primo all'ultimo passaggio, con lo specifico scopo di migliorare la *performance* del servizio reso²³⁶. Ogni *team* sarà responsabile per le decisioni prese, e per questo è tenuto alla gestione dei rischi che le competenze gestionali affidategli comportano.

Certo, il cambiamento da una struttura organizzativa di tipo funzionale alla organizzazione per processi comporterebbe un'inversione di tendenza nei ruoli affidati ai *top manager*. Se nel sistema tradizionale questi ultimi pensano ed agiscono come imprenditori, in quanto preposti alle decisioni in ordine all'attività dell'impresa, i manager di livello intermedio hanno un mero ruolo di controllo amministrativo, e quelli c.d. *frontline* sono soggetti che mettono materialmente in atto le decisioni dei due livelli precedenti, nel sistema della organizzazione per processi avviene l'esatto opposto. Saranno i manager c.d. *frontline* a prendere le opportune decisioni sull'inizio di attività imprenditoriali, in quanto maggiormente in condizione di individuare le potenzialità del mercato. I manager di livello intermedio saranno chiamati, allora, a sviluppare tali iniziative in operazioni

²³⁵ Cf. SELLERI L., *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazioni*, cit., 616.

²³⁶ Cf. SELLERI L., *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazioni*, cit., 620. L'autore ritiene, così, ragionevole prevedere che "la maggior parte delle imprese di assicurazione nel ristrutturare la loro organizzazione, per sintonizzarla sulle nuove esigenze derivanti da Solvency II, possano orientarsi verso l'adozione di una struttura organizzativa a matrice multidimensionale nella quale la responsabilità del processo sarà la dimensione chiave".

concrete, ed i *top manager* avranno il compito di definire un quadro strategico più generalizzato, in relazione all'operato dei *team*, definendo l'organizzazione gestionale al meglio al fine di raggiungere il miglior risultato possibile.

Tale strutturazione dei livelli di *management* sembrerebbe dunque rispondere meglio alle esigenze di gestione tempestiva ed a tutto campo dei rischi cui è esposta l'impresa, così allontanando ancor di più lo spettro della sua temuta insolvenza.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Da tutto quanto esposto nel corso dell'elaborato emerge la necessità di una rivisitazione globale del sistema normativo in tema di capitale sociale.

Il mercato richiede, con sempre maggiore forza, flessibilità nelle forme di finanziamento delle imprese, ma anche adeguate garanzie di solvibilità delle società nei confronti dei propri creditori in senso lato, e, in definitiva, nei confronti della stabilità del sistema economico nella sua globalità.

La normativa dettata dal legislatore comunitario in ambito assicurativo con la Direttiva Solvency II è apparsa, sin dalle prime discussioni in materia, rivoluzionaria nel raccogliere le istanze provenienti dal mercato.

Le attuali norme, derivanti dal c.d. progetto Solvency I, necessitano, invero, di un profondo aggiornamento, visto che tale sistema, dopo già trent'anni di attuazione, tiene in considerazione una limitata gamma di rischi, e non pone adeguati incentivi per le imprese che intendono adottare un'efficace gestione del rischio attraverso una migliore allocazione del capitale attraverso una attività di gestione preparata ed efficace. Solvency I, inoltre, non agevola la vigilanza a livello prospettico, né prevede un'armonizzazione delle tecniche di controllo da parte delle autorità nazionali dei singoli Stati membri.

Solvency II si è, quindi, resa necessaria per rispondere adeguatamente al cambiamento del mercato, che impone metodologie sempre più raffinate di *risk analysis*.

Non può negarsi l'influenza dell'esperienza anglosassone, e statunitense in particolare, nelle norme che auspicano la gestione a tutto campo dei rischi cui è esposta l'impresa di assicurazione o in quelle che responsabilizzano in modo particolarmente evidente la gestione societaria, che si auspica raggiunga i livelli di prudenza richiesti attraverso l'applicazione meditata ed informata delle procedure di controllo interne alla stessa società.

Solvency II introdurrà, inoltre, nei sistemi normativi nazionali requisiti patrimoniali *risk-based*, calcolati sulla base della valutazione economica delle attività e delle passività. Infatti, mentre il regime di Solvency I, attualmente in vigore, si concentra soprattutto sui rischi assicurativi connessi con le passività, il nuovo regime prende in considerazione anche i rischi connessi con le attività. In particolare, le imprese di assicurazione dovranno detenere le risorse necessarie a fronte dei rischi di mercato (ad esempio, il rischio di un calo del valore degli investimenti), di credito (ad esempio, il rischio che i riassicuratori non siano in grado di far fronte alle proprie obbligazioni) ed operativi.

Il nuovo regime enfatizza, dunque, il ruolo delle regole di *governance*, che sono ritenute essenziali per garantire la gestione adeguata dell'impresa di assicurazione e per il sistema di regolamentazione.

Che la Direttiva Solvency II sia dotata di una certa dose di "intraprendenza" lo si intuisce anche dal ritardo nella sua reale attuazione, prevista per il gennaio 2012, rimandata al 2013, con buone probabilità di un ulteriore rimando al 2014. Questi ritardi possono certamente attribuirsi alla complessità delle operazioni necessarie ai fini del suo recepimento, tanto a livello delle normative nazionali, quanto a livello operativo delle strutture societarie assicurative. In tal senso, queste ultime sembrano essersi, comunque, portate abbastanza avanti, nella predisposizione di appositi uffici e nell'inizio della adatta preparazione del personale. Quello che però si deve auspicare realmente è che non si faccia un passo indietro nel senso che i costi dell'attuazione della nuova normativa divengano eccessivi, al punto di tradursi in un ingiustificato – ed ulteriore – incremento del prezzo del servizio o in una riduzione dell'offerta assicurativa.

Quali saranno i reali effetti di Solvency II sui requisiti di capitale della società di assicurazione è ancora un interrogativo che non può trovare risposta.

Certo è che, momentaneamente, il mercato ha spinto nel senso della maggiore semplificazione della normativa in tema di capitale sociale delle società di capitali, ottenendo qualche modesto risultato in ambito normativo²³⁷. Che si

²³⁷ Si rimanda a quanto già a proposito di conferimenti in natura nelle S.p.a., ex D. Lgs. 224/2010. Da ultimo, è da citare in tal senso anche il D.L. 1/2012 sulla semplificazione della S.r.l.

abbandoni del tutto il sistema imperniato sulle norme imperative sembra quantomeno prematuro. Lo testimonia il rilievo che le opzioni normative che spingono nel senso della svalorizzazione della funzione del capitale sociale hanno, comunque, carattere assolutamente eccezionale.

Se la sperimentazione di un sistema nuovo che mira a concretizzare la solvibilità della società attraverso nuove risorse di carattere gestionale avrà un riscontro positivo sulle società di assicurazioni, solo allora si potrà studiare, dati alla mano, quali potrebbero essere gli effetti della rivisitazione complessiva delle norme in tema di capitale sociale per tutte le società di capitali, e quali le modalità migliori di attuazione di tal genere di riforma.

Tale modo di procedere appare francamente già sperimentato in altri aspetti della disciplina societaria: si consideri, ad esempio, quel che è accaduto per i gruppi di società, che molto prima di trovare riconoscimento legislativo nel codice civile, ossia nella disciplina generale, hanno ricevuto cittadinanza nel testo unico bancario. In altre parole, molte discipline di settore hanno introdotto istituti che poi sono stati generalizzati; e ciò perché la loro “sperimentazione” è avvenuta in un tessuto economico-giuridico fortemente governato dall’Autorità di vigilanza.

Certamente, comunque, la normativa Solvency II ha aperto più di uno spiraglio nella considerazione di sistemi di solvibilità alternativi quelli offerti dalla attuale normativa.

BIBLIOGRAFIA

- **ALTMAN E. I. - VANDERHOOF I. T.**, *The Financial Dynamics of the Insurance Industry*, New York, 1995.
- **A. M. BEST COMPANY**, *Best's Insolvency Study: Property\Casualty Insurers 1969-1990*, in *The Journal of Insurance Regulation*, 1992.
- **A. M. BEST COMPANY**, *Best's Insolvency Study: Life Insurers 1969-1990*, in *The Journal of Insurance Regulation*, 1992.
- **AA.VV.**, *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, n. 82, Milano, 1986.
- **ABRIANI N.**, *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in www.associazionepreite.it/scritti/abriani006.php.
- **ADAMS M. B. – TOWER G. D.**, *Theories of Regulation: Some Reflections on the Statutory Supervision of Insurance Companies in Anglo-American Countries*, in *Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, 1994, II, 156 ss.
- **AMERICAN BAR ASSOCIATION**, *Model Business Corporation Act Annotated*, Section of Business Law, IV ed., Chicago, IL, 2008.
- **AMODEO D.**, *Ragioneria generale delle imprese*, Napoli, 1992.
- **ANTONUCCI A.**, *L'assicurazione tra impresa e contratto*, Bari, 2000.
- **ARDEMANI E.**, *L'economia delle imprese*, in *L'Impresa*, I, Milano, 1989.
- **ATCHINSON B.**, *Remarks on the American risk Based Capital Model*, in *The Geneva Papers On Risk and Insurance*, n. 22, 1997.

- **ATCHINSON B.**, *The NAIC's Risk Based Capital System*, Kansas City, MO, USA, 1996.
- **BABEL D. – SANTOMERO F. – ANTHONY M.**, *Financial risk management by insurers: an analysis of the process*, in *Journal of Risk and Insurance*, 1997.
- **BALDINI M.**, *Basilea II e Solvency 2 per le assicurazioni: analogie e differenze*, in *Basilea II*, 2, 2006, 20.
- **BARONE E. - BRAGÒ A.**, *Un sistema integrato per la gestione del rischio di interesse*, in *Bancaria*, n. 11, 1995.
- **BASEGGIO G.**, *Il provvedimento 1801 Isvap: significato e rilevanza delle disposizioni*, in *L'Asset Liability Management nell'impresa di assicurazione*, Macros Consulting (a cura di), Milano, 2002.
- **BAUMAN J. - WEISS E. S. - ALAN R. PALMITER A. R.**, *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*, V ed., Thomson West, St. Paul, Minn., 2003.
- **BELLUCCI A.**, *Le imprese di assicurazione, Profili gestionali, organizzativi e contabili*, Torino, 2003.
- **BERTANI A.**, *Evoluzione delle strategie aziendali in un mercato sempre più competitivo*, in *Assicurazioni*, n. 10, 1994.
- **BESTA F.**, *La ragioneria*, Vol. I, Milano, 1922.
- **BLUMBERG P.I.**, *Limited Liability and Corporate Groups*, in *J. Corp. L.*, 1986, vol. 11, 573 ss.
- **BOATTI P.**, *La gestione strategica dell'impresa di assicurazione nel quadro delle interazioni con le banche ed I fondi comuni di investimento*, in AA. VV., *La gestione strategica dell'impresa di assicurazione*, Milano, 1987.
- **BOCCHIALINI E.**, *Introduzione all'Asset Liability Management*, in C. Cacciamani (a cura di), *Asset Management e Asset Liability Management nelle compagnie di assicurazione e nei fondi pensione*, Milano, 2007.

- **BOOTH R. A.**, *A Chronology of the Evolution of the MBCA*, in 56 Bus. Law., 2000, 63.
- **BOOTH R. A.**, *Capital Requirements in United States Corporation Law*, in http://digitalcommons.law.umaryland.edu/fac_pubs/13/.
- **BRACCIODIETA A.**, *Il Contratto di Assicurazione*, in **BUSNELLI D.** (diretto da), *Commentario al Codice Civile*, Milano, 2012.
- **BRUNO S.**, *Il controllo della solvibilità negli Stati Uniti: il sistema RBC*, in *Assicurazioni*, 1997, 45 ss.
- **BUSCARINI C.**, *Sviluppo e innovazione nelle imprese di assicurazione*, Padova, 2000.
- **BUTTARO L.**, *Assicurazione (contratto di)*, in Enc. Giur. III, Roma, 1958.
- **CACCIAMANI C.**, (a cura di), *Asset Management e Asset Liability Management nelle compagnie di assicurazione e nei fondi pensione*, Milano, 2007.
- **CAMPOBASSO G. F.**, *Diritto commerciale 2, Diritto delle Società*, Torino, 2006.
- **CAPOTOSTI R. A.**, *La riassicurazione. Il contratto e l'impresa*, Torino, 1991.
- **CASSANDRO P. E.**, *Riserve di bilancio*, in Scritti Vari, I, Bari, 1957.
- **CAVALIERI E.**, *Le riserve nell'economia dell'impresa*, Padova, 1983.
- **CESARINI F.**, *Alcune riflessioni sul significato attuale del capitale sociale e del valore nominale dell'azione nella prospettiva dell'investitore*, in Riv. Soc., 1993, 91 ss.
- **CESARINI F. - VARALDO R.**, a cura di, *Banche e assicurazioni: rapporti e prospettive di sviluppo in Italia*, Torino, 1992.
- **COLOMBO G.E.**, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in Giur. Comm., 1984, I, 841 ss.

- **COMMITTEE ON CORPORATE LAWS**, *Changes in the Model Business Corporation Act – Fundamental Changes*, in 54 Bus. Law., 1999, 685.
- **COMPANY LAW SLIM WORKING GROUP**, *Report from the Commission - Results of the Fourth Phase of SLIM*, 2000, in [http://eur-lex.europa.eu/ cod. 52000DC0056](http://eur-lex.europa.eu/cod.52000DC0056).
- **CORINTI A.**, *Gruppi assicurativi e margine di solvibilità: problematiche di vigilanza ed ipotesi di soluzione*, in Riv. Giur. Circ. Trasp., n. 3, 1995.
- **CRESPI R.**, *La riassicurazione come strumento di gestione del rischio nell'impresa assicurativa*, in Problemi di gestione dell'impresa, n. 18-19, 1994.
- **CUMMINS J. D. – DERRIG R. A.**, *Financial models of insurance solvency*, Boston, USA, 1989.
- **CUMMINS J. D. – DOHERTY N. A.**, *Capitalization of the Property-Liability Insurance Industry: Overview*, in Journal of Financial Services Research, 2002, I, 5 ss.
- **CUMMINS J. D. – GRACE M. – PHILLIPS R. D.**, *Regulatory Solvency Prediction in Property-Liability Insurance: Risk-Based Capital, Audit Ratios, and Cash Flow Simulation*, in Journal of Risk and Insurance, 1999, III, 417 ss.
- **CUMMINS J. D. – HARRINGTON S – NIEHAUS G.**, *An Economic Overview of Risk-Based Capital Requirements for the Property-Liability Insurance Industry*, in The Journal of Insurance Regulation, 1993, XI.
- **CUMMINS J. D. – HARRINGTON S. – KLEIN R. W.**, *Insolvency Experience, Risk-Based Capital, and Prompt Corrective Action in Property-Liability Insurance*, in Journal of Banking and Finance, 1995, III, 511 ss.
- **DABONI L.**, *Lezioni di tecnica attuariale delle assicurazioni contro i danni*, Trieste, 1989.

- **DANIELS R.J.**, *Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance*, in ZIEGEL J.S. (a cura di), *Current Developments in International and Comparative Corporate Insolvency Law*, 1994, 547 ss.
- **DAVIES P.**, *Intorduction to Company Law*, Oxford, 2002, 78 ss.
- **DE LA MARTINIÈRE G.**, *Solvency II: The New Regulation of Insurance Industry*, in *Solvency II: Challenging Issues for Insurance Industry*, ANIA-Macros Risk Mangement and the Geneva Association, Milano 23 Novembre 2005.
- **DENOZZA F.**, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques – J. Macey, Creditors Versus Capital Formation: the Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 585 ss.
- **DENOZZA F.**, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, Milano, 1978.
- **4DESIDERIO L.**, *Liberalizzazione, trasparenza e controllo nel settore assicurativo*, in *Dir. Ec. Ass.*, n.1, 1996.
- **DI CAGNO N. – ADAMO S.**, *Economia delle aziende di assicurazione: amministrazione e controllo*, Padova, 1994.
- **DI CAGNO N. – ONESTI T.**, *L'economia delle imprese di assicurazione e la stima del capitale economico*, Torino, 1998.
- **DI MASCIO A.**, *Le imprese di assicurazione*, Milano, 2001.
- **DICKINSON G. M.**, *Some issues on Risk Based Capital*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, n. 22, 1997.
- **DONATI A.**, *Trattato di diritto delle assicurazioni private*, Milano, 1952.
- **DOOLEY M. P. - GOLDMAN M. D.**, *Some Comparisons between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law*, in *56 Business Lawyer*, 2001, 737.
- **DORFMAN M. S.**, *Risk Managment and Insurance*, Prentice Hall Inc., 1998.

- **DRAGHI M.**, *Il margine di solvibilità nel settore assicurativo: presupposti economici e aspetti finanziari*, Quaderni CIRSA, n. 11, 1982.
- **EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R.**, *Limited Liability and the Corporation*, in Univ. Chicago Law Rev., vol. 52, 1985, 89 ss.
- **EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R.**, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991.
- **ELING M. – SCHMEISER H. – SCHMIT J.T.**, *The Solvency II Process: Overview and Critical Analysis*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=869267.
- **ENRIQUES L. – MACEY J.**, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in Riv. Soc., 2002, 78 ss.
- **ENRIQUES L.**, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in Giur. Comm., 2005, I, 607 ss.
- **ENRIQUES L.**, *Poche chance dalla polizza per il capitale*, in Il Sole 24 Ore, 6 luglio 2001, 22 ss.
- **FANELLI G.**, *Considerazioni sulla disciplina di bilancio delle imprese di assicurazioni*, in Assicurazioni, n. 3, 1990.
- **FARNY D.**, *Security of Insurers: the American Risk-Based Capital Model versus the European Model of Solvability for Property and Casualty Insurers*, in The Geneva Papers On Risk and Insurance, n. 22, 1997.
- **FERRAN E.**, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004.
- **FERRARI V.**, *Nuovi profili di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2003.
- **FERRERO G. – DEZZANI F.**, *Contabilità e bilancio di esercizio*, Milano, 1983.
- **FERRI G.**, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle Assicurazioni*, Roma, 1963.

- **FERRI G.**, *Manuale di Diritto Commerciale*, Torino, 2006.
- **FLOREANI A.**, *Il financial risk management nelle imprese assicurative*, Bologna, 2000.
- **FOGLIA L.**, *I controlli sulle imprese di assicurazione*, in AA. VV., *Le attività finanziarie. I controlli*, Bologna, 1990.
- **FORESTIERI G.**, *Il settore assicurativo: struttura, concorrenza e performance*, Milano, 1991.
- **FORTUNATO S.**, *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in Riv. Soc., 1991, 134 ss..
- **GIAMPAOLI A.**, *L'analisi della solvibilità*, in Il Risparmio, 1983.
- **GIAMPAOLINO C.F.**, *L'organizzazione societaria nella disciplina dell'attività assicurativa*, Milano, 1998.
- **GISMONDI F. – CURTI G. – DI GREGORIO T.**, *Il bilancio d'esercizio delle imprese di assicurazione*, Milano, 1999.
- **GISMONDI F. – DI GREGORIO T.**, *Rischio d'impresa in campo assicurativo*, Bologna, 1997.
- **GRACE F. - SCOTT H. - KLEIN R.**, *Risk-Based capital and solvency screening in property-liability insurance: hypotheses and empirical tests*, in The Journal of Risk and Insurance, n. 55, 1998.
- **GULATI G.M. ET AL.**, *Connected Contracts*, in UCLA L.Rev., 2000, vol. 47, p. 887 ss.
- **HAMILTON R. W.**, *Corporation Finance*, II, St. Paul, Minn., 1989.
- **HANKS J. JR.**, *Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning*, in Law and Contemporary Problems, 2011, Vol. 74, Issue 01, 211-231, <http://lcp.law.duke.edu/>.
- **HEATON J. B.**, *Solvency Tests*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=931026, 2006.

- **ISVAP**, *Il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione: confronto tra i sistemi europeo ed americano*, Quaderno n. 6, 1999.
- **KLEIN R. W.**, *Regulating Insurer Solvency in a Brave New World*, Center for Risk Management & Insurance Research, Atlanta-Georgia (U.S.A.), 2000.
- **KLEIN R.**, *Solvency Monitoring of Insurance Companies: Regulators' Role and Future Direction*, in *The Financial Dynamics of The Insurance Industry*, USA, 1993.
- **KLEIN R.**, *Insurance Regulation in Transition*, in *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 62, n. 3, 1995.
- **KLEIN R.**, *The growing Sophistication of Solvency Policing Tools*, in *Journal of Risk and Insurance*, 2001.
- **KONRATH N.**, *On the reform of solvency rules for insurance undertakings in Europe: Comments from the view point of insurance industry*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, n. 21, 1996.
- **KONRATH N.**, *Solvency of Insurance Undertakings and Financial Groups*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, n. 23, 1998.
- **KÜBLER F.**, *The rules on capital under the pressure of Securities Markets* in **HOPT K. J. - WYMEERSCH E.**, (a cura di), *Capital Markets and Company Law*, 2003, 95.
- **LA TORRE A.**, *La disciplina della attività assicurativa*, Milano, 1987.
- **LE CANNU P. – PARLEANI G.**, *Le financement du capital*, in *Rev. Soc.*, 2005, 13.
- **LEMAIRE J.**, *Insurance Regulation in Europe and the United States*, USA, 1997.
- **MACEY J.R. – MILLER G.P.**, *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan and the United States*”, in *Stan. L. Review*, 73.

- **MANGHETTI G.**, *L'asset liability management nelle assicurazioni*, in Atti del Convegno IRSA, Milano, 2000.
- **MANNING B. – HANKS J. JR.**, *Legal Capital*, Foundation Press, 1990.
- **MARINIELLO L. F.**, *La solvibilità nelle imprese di assicurazione*, Padova, 1993.
- **MASI M.**, *Il controllo di gestione nelle imprese di assicurazione*, Milano, 2000.
- **MASI M.**, *Il nuovo bilancio di esercizio delle imprese di assicurazione secondo il d. lgs. 26 maggio 1997, n. 173*, in Dir. Ec. Ass., n. 4, 1997.
- **MAUGERI M.**, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 75 ss.
- **MIOLA M.**, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in **BALZARINI P., CARCANO G., VENTORUZZO M.**, (a cura di), *La Società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Collana Riv. Soc., Milano, 2007.
- **MIOLA M.**, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in Riv. Soc., 2005, II, 1199 ss.
- **MORVILLO M.**, *La valutazione delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione agli effetti tributari*, in Assicurazioni, n. 5, 1990.
- **MÜLBERT P.O. - BIRKE M.**, *Legal Capital – Is There a Case Against the European Legal Capital Rules?*, in EBOR, 2002, 695 ss.
- **MÜLLER E. – REISCHEL M.**, *The theoretical considerations underlying the risk reserve process and the practical assessment and control of the capital required (Risk Based Capital)*, in The Geneva Papers on Risk and Insurance, n. 21, 1996.
- **NICCOLINI G.**, *Il capitale sociale minimo*, Milano, 1981.

- **NIGRO A. - VOLPE PUTZOLU G.**, *Profili di concorrenza e di integrazione fra attività bancaria ed assicurativa*, Milano, 1985.
- **OPPO G.**, *I contratti d'impresa tra codice civile e legislazione speciale*, in Riv. Dir. Civ., 2004, 841.
- **PANZERI F.**, *Le nuove regole del margine di solvibilità*, in Il Giornale delle Assicurazioni, 2002, 52 ss.
- **PARTESOTTI G.**, *La copertura delle riserve tecniche*, in Assicurazioni, n. 1, 1995.
- **PISCI F.**, *Attività a copertura delle riserve tecniche*, in AA.VV., *Commenti al Codice delle Assicurazioni*, M. Bin (a cura di), Padova, 2006.
- **PONTREMOLI R.**, *Riflessioni e considerazioni sull'Asset Liability mangement nel mercato assicurativo*, in **MACROS CONSULTING** (a cura di), *L'Asset Liability Management nell'impresa di assicurazione*, Milano, 2002.
- **PORTALE G. B.**, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato". (Capitale sociale quo vadis?)*, in Riv. Soc., 2010, 1237 ss.
- **PORTALE G.B.**, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da Colombo G.E. E Portale G.B., Vol. I**, Torino, 2004, 3 ss.
- **POSNER R.A.**, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, in U. Chi. L. Rev., 1976, vol 43, 499 ss.
- **POTTIER S. W. – SOMMER D.W.**, *Life Insurers Risk-Based Capital Measurers*, in The Journal of Insurance Regulation, IV, 1998.
- **PRESACCO F.**, *La gestione strategica dell'impresa di assicurazione: strumenti e modelli matematici a supporto delle decisioni*, Milano, 1987.
- **PUCCI S. – SCARSO G.**, *Gruppi assicurativi e margine di solvibilità*, Dossier n. 9, Assicurazioni Generali, Trieste, 1998.

- **PUCCI S.**, *Il bilancio d'esercizio delle imprese di assicurazione in una prospettiva europea*, Torino, 2001.
- **REDAELLI G.**, (a cura di), *Solvency II: Innovazione nella regolamentazione e riflessi per le imprese di assicurazione*, Milano, 2006.
- **ROSSETTI M.**, *Caratteri generali del contratto di assicurazione*, in **ALPA G.** (a cura di), *Le assicurazioni private*, Torino, 2006.
- **RUBINO F.**, *Riserve tecniche e margine di solvibilità nelle imprese di assicurazione*, Milano, 2000.
- **S.L.I.M. WORKING GROUP**, *Raccomandazioni del gruppo di lavoro SLIM sul diritto societario*, 1999, in http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/official/6037it.pdf
- **SABATELLI E.**, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in **BUTTARO L. - PATRONI GRIFFI A.**, (a cura di), *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano, 1984.
- **SALANDRA V.**, *Commento sub. artt. 1882 – 1883*, in **SCIALOJA A. – BRANCA G.**, (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, 1966.
- **SANGIORGIO G.**, *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (Isvap)*, in *Enciclopedia Giuridica*, XVII (Roma, 1994).
- **SANTOMERO A. M. – BABEL D. F.**, *Financial Risk Management by Insurers: an Analysis of the Process*, in *The Journal of Risk and Insurance*, 62, 2, 1997.
- **SAVELLI N.**, *La legislazione italiana e comunitaria sui requisiti patrimoniali di una compagnia di assicurazioni: problematiche e proposte per un loro superamento*, in *Finanza Imprese e Mercati*, n. 6, 1994.
- **SAVELLI N.**, *Un modello di Teoria del Rischio per la valutazione della solvibilità di una Compagnia di assicurazioni sulla Vita*, Trieste, 1993.

- **SELLERI L.**, *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazioni: verso l'organizzazione per processi?*, in *Dir. Ec. Ass.*, III, 2010, 605 ss.
- **SELLERI L.**, *L'impresa e il rischio. Introduzione alla gestione integrata dei rischi*, Milano, 2005.
- **SMITH JR. C.W. - WARNER J.B.**, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 1979, vol. 7, 117 ss.
- **TIMMERMANS C.**, in *Methods and Tools for Integration*, in **BUXBAUM R.M.** e altri (a cura di), *European Business Law*, Berlin/New York, 1991, 129 ss.
- **TRICOLI G.**, *La copertura delle riserve tecniche*, in *L'Assicurazione*, n. 9, 1995.
- **VAN DER MEER R. - SMINK M.**, *Life Insurance Asset-Liability Management: an International Survey*, in *The Geneva Paper on Risk and Insurance*, n. 22, 1997.
- **VENTORUZZO M.**, (a cura di), *La Società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Collana Riv. Soc., Milano, 2007.
- **VINCENZINI M.**, a cura di, *Manuale di gestione assicurativa*, Padova, 1999.
- **VINCENZINI M. - GAGLIARDI L.**, *Lineamenti di gestione delle aziende di assicurazione*, Roma, 1996s.
- **VIVANTE C.**, *Trattato di Diritto Commerciale*, Torino, 1905.
- **VOLPE PUTZOLU G. - DONATI A.**, *Manuale di Diritto delle Assicurazioni*, Milano, 2009.
- **VOLPE PUTZOLU G.**, *L'evoluzione dell'assicurazione*, in *Assicurazioni*, n. 1, 1997.
- **VOLPE PUTZOLU G.**, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992.

- **WASON B. – HILL R.**, *The Insurance Industry in Economic Development*, in New York University Press, 1986.
- **WEIGMANN V.R.**, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, in *Contratto e impresa/Europa*, 1996, 487.
- **WIELENBERG S.**, *Investment and Liquidation Incentives under Solvency Tests and Legal Capital*, in <http://ssrn.com/abstract=1528710>, 2009.
- **WOOLDRIDGE F.**, *Some characteristics of the Belgian SPRL: comparisons with the SA*, in *Company Lawyer*, 2002, 161.
- **WYMEERSCH E.**, *European Company Law: The <Simpler Legislation for the Internal Market> (SLIM) Initiative of the EU Commission*, Financial Law Institute, Working Paper n. 2000-09, 2000, in <http://www.law.ugent.be/econr/fli/WP/wp2000-09.pdf>.
- **ZAPPA G.**, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, II, Milano, 1957.
- **ZINGALES L.**, *In search of new foundations*, in *J. Fin.*, 2000, 1623 ss.