I principi contabili internazionali e l'iscrizione al passivo degli strumenti finanziari

di Guido A.M. Crapanzano
dottorando di ricerca in Diritto dell'economia e dell'impresa
presso la Sapienza – Università di Roma

I principi contabili internazionali e l'iscrizione al passivo degli strumenti finanziari*

ABSTRACT

Con D.Lgs. 28 febbraio 2005 n. 38 il legislatore ha introdotto per le società quotate e per quelle esercenti attività finanziaria e assicurativa l'obbligo di redazione dei bilanci (d'esercizio e consolidato) sulla base dei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Con questo lavoro, si vuole verificare l'impatto dei principi (in particolare IAS 32, IAS 39 e IFRS 7) in tema di iscrizione degli strumenti finanziari emessi, analizzando la disciplina vigente e le proposte di riforma avanzate in concomitanza con la crisi dei mercati finanziari.

Il primo profilo in tal senso rilevante riguarda gli effetti degli IAS/IFRS sulla classificazione degli strumenti finanziari emessi (e sull'identificazione delle relative fattispecie), in base alle nozioni di patrimonio netto e di debito contenute nello IAS 32 e nel Framework. La forza giuridica privilegiata conferita dall'omologazione comunitaria alle disposizioni in essi contenute acuisce il problema della difformità delle nozioni di *equity* e di *debt* contenute nell'ordinamento contabile internazionale rispetto a quelle presupposte dal legislatore nazionale, che utilizza le regole contabili afferenti il bilancio d'esercizio non già soltanto per descrivere (in modo chiaro, veritiero e corretto) la situazione economica delle società, ma anche per prescrivere uno statuto normativo in merito ai diritti patrimoniali (a tacere di quelli amministrativi) dei titolari degli strumenti esaminati. Vengono dunque indagati i contenuti tipologici delle fattispecie proprie dello IAS 32 e confrontati con quelli codicistici, per evidenziane le difformità e giungere a regole di giudizio idonee a ridurre le antinomie; si accenna, inoltre, ai criteri attualmente al vaglio dello IASB per la riforma dello IAS 32, al fine di verificare gli effetti del (probabile) futuro contenuto della disciplina.

Il secondo profilo d'analisi riguarda le conseguenze delle regole di valutazione contenute nello IAS 39 (in particolare, il criterio del *fair value*) sul "sistema del netto" e sui principi della Seconda direttiva. A tal fine, è presentato un modello matematico, basato su un semplice processo stocastico "giuridicamente alterato", che misura gli effetti dell'introduzione del *fair value* (e delle altre regole di classificazione e valutazione) sulla capacità del "sistema del netto" di segnalare (e alterare) il rischio di insolvenza proprio dell'impresa. Si dimostra così come le prescrizioni della Seconda direttiva (e del codice civile) subiscano, conseguentemente, alterazioni nell'ambito e nelle modalità applicative, in uno a un sensibile ravvicinamento ai *solvency tests* di origine anglosassone.

JEL Classification: G13, G32, G33, G34, K22, M41.

* Questo *working paper* è un estratto della mia tesi di dottorato avente il medesimo titolo. Ringrazio la Scuola di dottorato in scienze giuridiche della Sapienza – Università di Roma (al quale afferisce il Corso di Diritto dell'economia e dell'impresa), in particolare i miei *tutors*, Prof. Giuliana Scognamiglio e Prof. Paolo Spada, per avermi consentito di dar diffusione ad alcuni parziali risultati della mia ricerca malgrado il lavoro di stesura della tesi non sia ancora ultimato. Ringrazio inoltre la Cattedra di diritto commerciale del Prof. Gian Domenico Mosco, presso la Luiss Guido Carli, per il costante confronto con tutti i suoi componenti, grazie al quale sono maturate molte delle riflessioni che seguiranno. Ringrazio, *last but not least*, la Prof. Ida Peruzzi, del Dipartimento di Fisica dell'Università di Perugia, e il dott. Marcello Piccolo, dell'INFN di Frascati, entrambi attualmente allo SLAC di Stanford, per le loro utili indicazioni nella realizzazione del modello stocastico proposto. Naturalmente, resto il solo responsabile per ogni errore od omissione.

Sommario

Introduzione 3

Una sintesi della disciplina contenuta nel Framework e nello IAS 32 6

Alcune brevi conclusioni in tema di classificazione degli strumenti finanziari 15

Introduzione alle diverse tecniche di valutazione: costo ammortizzato e *fair value* 16

Illustrazione del modello matematico 19

Alcune (provvisorie) conclusioni in tema di effetti della valutazione al fair value sul sistema del netto 36

Introduzione

Con D.Lgs. 28 febbraio 2005 n. 38[1] il legislatore ha previsto che alcune categorie di società di capitali e cooperative redigano[2] il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato secondo i principi contabili IAS/IFRS (e le relative interpretazioni SIC e IFRIC), come omologati dalla Commissione europea con i regolamenti previsti all'art. 6 del reg. 2002/1606/CE. Tra questi principi merita particolare attenzione, per rilevanza sistematica e contenuto innovativo, un piccolo *corpus* di regole contabili dedicato all'iscrizione e valutazione degli strumenti finanziari emessi dalle società e contenuto all'interno dei principi IAS 32[3], 39[4] e IFRS 7[5]. Con il presente contributo ci si prefigge di verificare la compatibilità della disciplina ivi prevista con i principi codicistici in tema di qualificazione degli strumenti di finanziamento delle imprese e con le regole di indisponibilità del netto previste dalla Seconda direttiva comunitaria[6]. Prima di procedere, però, è forse necessario effettuare qualche breve premessa sul perché una disciplina tecnica dettata per regolamentare l'informativa contabile periodica, possa assumere una rilevanza tale da condizionare persino suddetti principi.

In tal senso, è in primo luogo da evidenziare la fonte normativa privilegiata con cui tali precetti contabili entrano a far parte del nostro ordinamento: come autorevole Dottrina ha già avuto modo di

[1] Pubblicato in GU 21 marzo 2005, n. 66.

[2] Ai sensi dell'art. 2 del D.Lgs. 38/2005 tale previsione è applicabile a (1) società quotate ed emittenti titoli diffusi; (2) banche e intermediari finanziari; (3) imprese di assicurazione e riassicurazione. Facoltativamente, la medesima previsione è estesa a (4) altre società incluse nel bilancio consolidato delle precedenti; (5) società diverse dalle precedenti che redigono il bilancio consolidato; (6) altre società, diverse da quelle indicate ai numeri precedenti. Sono in ogni caso escluse tutte le società che possono redigere il bilancio *ex* art. 2435-*bis*.

[3] Principio contabile internazionale IAS n. 32 «Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio» emanato nel giugno 1995, in vigore dal 1 gennaio 1996, rivisto nella sostanza nel febbraio 1999 (in vigore dal 1 gennaio 2001) e successivamente nel dicembre 2003 (in vigore dal 1 gennaio 2005) e omologato con Regolamento della Commissione n. 2004/2237/CE del 29 dicembre 2004 e sue ss. mm.

[4] Principio contabile internazionale IAS n. 39 «Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione» emanato nel dicembre 1998, in vigore dal 1 gennaio 2001, rivisto nella sostanza nel dicembre 2003 (in vigore dal 1 gennaio 2005) e omologato con Regolamento della Commissione n. 2004/2086/CE del 19 novembre 2004 e sue ss. mm.

[5] Principio contabile internazionale IFRS n. 7 «Strumenti finanziari: note al bilancio» emanato nell'agosto 2005, in vigore dal 1 gennaio 2007 e omologato con Regolamento della Commissione n. 2006/108/UE del 11 gennaio 2006 e sue ss. mm.

[6] Direttiva 77/91/CEE del 1 dicembre 1976, in GUCE L 26 del 31.1.1977.

dimostrare[7], la circostanza dell'omologazione con regolamento comunitario conferisce efficacia normativa prevalente rispetto alle norme di legge ordinaria, sicché per principio consolidato la norma di diritto interno incompatibile con le prescrizioni degli IAS/IFRS dovrà essere disapplicata[8]. In secondo luogo, la precisa scelta del legislatore italiano di adottare i principi contabili internazionali tanto per i bilanci consolidati, quanto per i bilanci d'esercizio, fuga ogni dubbio circa la possibilità di confinare le disposizioni contenute negli IAS/IFRS alla sola rappresentazione contabile, senza che effetto alcuno possa riverberarsi sulle regole organizzative proprie del diritto societario. Al contrario, applicando i principi *de quo* al bilancio d'esercizio, il legislatore ha deciso di utilizzarli anche (e forse soprattutto) (1) ai fini della determinazione del contenuto patrimoniale delle varie categorie di titoli che una società di capitali (o cooperativa) può emettere; (2) per informare l'applicazione delle regole in materia di salvaguardia del capitale sociale al fondamentale "meccanismo di funzionamento" dei nuovi bilanci IAS/IFRS. Un esempio in proposito potrà essere chiarificatore. Com'è noto – e come sarà più evidente una volta esaminata, pur sommariamente, la disciplina dello IAS 32 – i principi contabili internazionali impongono di classificare tra le passività alcune fattispecie (per il diritto interno) sicuramente azionarie, come alcune tipologie di azioni privilegiate; se, infatti, le azioni in questione prevedessero la corresponsione di un dividendo minimo garantito, da distribuirsi senza previa deliberazione assembleare, bensì per la sola circostanza che un corrispondente utile d'esercizio emerga dal bilancio, esse dovrebbero allora essere classificate (nei bilanci IAS) come debiti, in quanto fonti d'un futuro (probabile) esborso di denaro cui la società non potrebbe sottrarsi e dipendente da una circostanza fuori dal suo controllo (l'eventualità che si produca un utile). V'è da chiedersi quale sia la disciplina societaria relativa a tali titoli (azionari?), il cui contenuto ricalca ciò che azioni privilegiate e di risparmio hanno, per lungo tempo e pacificamente, offerto al mercato finanziario. In particolare, strumenti finanziari iscritti al passivo (in senso stretto) potrebbero essere ancora qualificati come azioni, malgrado il loro ammontare non possa entrare a far parte del patrimonio netto e, pertanto, del capitale sociale? È evidente che si offrono all'interprete (almeno) due strade al fine di risolvere la descritta antinomia: per una via, si potrebbe – come non si crede – ritenere che la qualificazione dell'apporto quale conferimento sia demandato esclusivamente alle norme codicistiche, relegando ai principi IAS/IFRS il solo compito di dettare norme tecniche di redazione dei bilanci. Così facendo, però, non soltanto s'ignorerebbe la precisa scelta del legislatore menzionata poco addietro, ma si dovrebbe adattare il sistema per giustificare l'inclusione nel capitale nominale d'una posta che, contabilmente, andrebbe ad aumentare l'indebitamento e a ridurre conseguentemente il netto, magari addirittura sino alle soglie rilevanti *ex* artt. 2446-2447 cod. civ. (che hanno come indubitabile riferimento i saldi contenuti nel bilancio d'esercizio). Per l'altra via, di conseguenza, si dovrebbe accettare che attraverso l'introduzione dei principi contabili internazionali (anche) nei bilanci d'esercizio, il legislatore abbia effettuato un'ennesima cessione di sovranità all'ordinamento comunitario, delegando a fonti extracodicistiche la determinazione (di parte) dei contenuti patrimoniali (e soltanto quelli) degli strumenti finanziari emessi dalle società che applicano gli IAS/IFRS. Pertanto, le regole tipologiche previste dal legislatore nazionale dovrebbero essere interpretate e applicate

[7] Cfr., per tutti, SCOGNAMIGLIO, *La ricezione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS ed il sistema delle fonti del diritto contabile*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, 2007, 29 ss., part. 35 ss. e bibliografia ivi citata.

[8] La gerarchia delle fonti del diritto contabile comunitario prevede che le disposizioni dei principi IAS/IFRS siano comunque subordinate a un nucleo di principi contenuti nelle direttive societarie in materia contabile (la dir. 78/660/CEE, c.d. quarta direttiva, sui bilanci annuali e la dir. 83/349/CEE, c.d. settima direttiva, sui bilanci consolidati): tra essi viene in particolare rilievo il principio della «*true and fair view*», che può in casi eccezionali condurre alla disapplicazione dei precetti contenuti nei principi contabili internazionali (pur) omologati (cfr. art. 5 D.Lgs. n. 38/2005), o i principi di *understandability*, *relevance*, *reliability* e *comparability*, rilevanti in sede di procedimento di *endorsement*. Per maggiori approfondimenti, anche bibliografici, cfr. SCOGNAMIGLIO, *La ricezione, cit.*, 40-47; sulla supremazia del diritto contabile comunitario sul diritto interno cfr., *ibidem*, 53.

in senso conforme alle disposizioni contabili europee, coerentemente al già menzionato principio di supremazia del diritto comunitario su quello nazionale. Il vantaggio (per così dire) compensativo di questo sacrificio di sovranità, deriverebbe dalla possibilità che società a vocazione transnazionale[9] ricevano una regolamentazione uniformata (a livello europeo) nei principi cardine in materia di contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari emessi[10]; la concorrenza tra gli ordinamenti, invece, continuerebbe ad operare per tutti gli aspetti non disciplinati dal legislatore comunitario, che rimarrebbero di competenza del legislatore nazionale (a tacer d'altro, gli IAS/IFRS si disinteressano dei diritti amministrativi incorporati negli strumenti finanziari).

Tale quadro concettuale potrebbe poi contribuire a risolvere uno dei più accesi temi di dibattito che, dalla riforma delle società di capitali e cooperative del 2004, appassiona gli studiosi del diritto societario: la corretta qualificazione (e di conseguenza l'appostazione in bilancio) dei nuovi strumenti finanziari (partecipativi e non) previsti dal codice[11]. Condizione imprescindibile è, però, che i principi

[9] Quali sono da ritenere le società aperte e quelle operanti nella *financial industry*, cioè tutte le società *obbligate* dal D.Lgs. 38/2005 all'adozione degli IAS/IFRS.

[10] Ciò a patto che l'estensione dei principi IAS/IFRS ai bilanci d'esercizio sia diffusa più di quanto non sia dato riscontrare attualmente.

[11] Senza alcuna pretesa di completezza, si segnalano le principali posizioni in seno al dibattito, ancora non sopito, relativo alla qualificazione degli strumenti finanziari partecipativi: nel senso della loro riconducibilità al *genus* delle azioni cfr. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato Colombo-Portale*, 2004, I, tomo 3, 3 ss.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004; *contra*, per l'inquadramento quale fattispecie di debito v. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 811 ss.; SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, 228 ss.; ID., *Provvista del Capitale e strumenti finanziari*, in Giacobbe (a cura di), *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008, 641; LIBONATI, *I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1 ss; ID, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, 587-603 (con alcune eccezioni nei casi di rimborso c.d. aleatorio o postergato: cfr., *ibidem*, 604 e 606); nel senso che gli strumenti finanziari partecipativi rappresentano un *tertium genus*: NOTARI E GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in NOTARI (a cura di), *Azioni, Commentario alla riforma delle Società* diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 52 ss; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 542 ss.; ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. Vv., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, I, 46 ss.; su un piano ancora diverso si pone BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti di non capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)* in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 2007, III, 194 ss.: l'autore distingue a seconda che lo strumento sia rappresentativo di un'associazione ad un affare singolo (in tal caso, avrebbe natura di debito) o all'intera impresa (con conseguente appostazione al netto); *contra* MIGNONE, *Commento all'art. 2346, sesto comma,* in *Il nuovo diritto societario* diretto da Cottino, Cagnasso, Bonfante, Montalenti, 2004, I, 244 ss.; ID; *Gli strumenti finanziari di cui al 6° comma dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario* diretto da Cottino, Cagnasso, Bonfante, Montalenti, aggiornamento 2009, 318 ss. (secondo cui sarebbero sempre titoli rappresentativi di un'operazione unitaria assimilabile all'associazione in partecipazione); da segnalare altresì la posizione di COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 2006, 73 e 727 ss. (il quale fonda la distinzione tra strumenti partecipativi e non partecipativi con riferimento unicamente al loro contenuto patrimoniale; *contra*, per la tesi opposta (che fa leva esclusivamente sulla presenza o meno di diritti amministrativi) v. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1094. Ulteriori approfondimenti in: ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 65-74; CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 382 ss.; ID., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 2006, I, 727 ss.; ID., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 12 ss.; CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 414 ss.; ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2005, I, 166 ss., in part. 175 ; OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 2006, I, 713 ss.; SALANITRO, *Cenni*

contabili internazionali qui considerati siano ritenuti coerenti con gli essenziali caratteri tipologici individuati dalle disposizioni codicistiche, 'sì da poterne ritenere legittima l'applicazione (analogica), per quanto non disciplinato dal legislatore nazionale, anche a società che non utilizzino gli IAS/IFRS.

Da ultimo, il sistema di valutazione proprio dei principi contabili internazionali sugli strumenti finanziari, ampiamente orientato all'utilizzo del *fair value*, condiziona la *natura* delle soglie previste ai fini dell'applicazione delle regole di salvaguardia del netto indisponibile (come gli artt. 2446-2447 cod. civ.), alterandone profondamente la sostanza e l'efficacia. Per esaminare quest'ulteriore aspetto, è necessario dotarsi di un sistema che simuli le conseguenze sul sistema del netto, derivanti dall'applicazione di criteri di valutazione sensibili a variabili di mercato: di conseguenza, è stato impostato un modello stocastico.

Ipso dicto, si può passare all'esame della disciplina positiva.

Una sintesi della disciplina contenuta nel Framework e nello IAS 32

Le modalità d'iscrizione e di valutazione degli strumenti finanziari nel bilancio dell'emittente sono conseguenza, nel sistema degli IAS/IFRS, della classificazione della pretesa di cui è titolare il sottoscrittore (o acquirente) dello strumento finanziario; in particolare, com'è certamente noto, il sistema contabile internazionale, al pari di quello nazionale, impone una distinzione dicotomica dello stato patrimoniale passivo, prescrivendo di qualificare le differenti pretese sulle attività dell'impresa quale poste del patrimonio netto, piuttosto che elementi delle passività in senso stretto. La disciplina contabile in tal senso rilevante è contenuta nello IAS 32 e nel Framework[12], benché le disposizioni accolte nei summenzionati documenti non siano del tutto coerenti e meriterebbero ampio ripensamento[13].

In particolare, il Framework definisce il patrimonio netto come «*quel che resta delle attività dell'impresa dopo aver dedotto tutte le passività*»[14], con ciò basando la distinzione tra *equity* e *liabilities* sulla residualità del patrimonio netto. Per converso, una passività è definita come «*una obbligazione attuale dell'impresa derivante da eventi passati, la cui estinzione è attesa risultare in una uscita di risorse*

---

tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 2006, I, 719 ss.; SANTORO, *Commento all'art. 2346*, in *La riforma delle società* diretto da Sandulli-Santoro, 2003, 126 ss.; SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banca merc. fin*., 2003, 205 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *commento all'art. 2346*, in *Società di capitali,* a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, 2004, I, 251 ss.

[12] «Quadro sistematico per la preparazione e la presentazione del bilancio», approvato dal Board dello IASC nell'aprile 1989 e recepito dallo IASB nell'aprile del 2001. Recentemente, nell'ambito del progetto di convergenza – c.d. *Norwalk Agreement* – dei principi IAS/IFRS con i principi US GAAP proposto da IASB e FASB nel settembre del 2002 (progetto che ha ricevuto un importante impulso il 27 febbraio 2006, con la stesura del *Memorandum of Understanding. A Roadmap for Convergence between IFRSs and US GAAP – 2006 to 2008*, documento volto a determinare un preciso scadenziario per le più urgenti modifiche da apportare a tale scopo ai principi contabili), IASB e FASB hanno previsto un articolato percorso di revisione dei rispettivi Framework, 'sì da renderli compatibili con le recenti modifiche ai principi.

[13] Oltre al già ricordato progetto di revisione dei Framework (cfr. nt. precedente), gli standard setter hanno infatti incluso nella loro agenda un ulteriore progetto, denominato *Financial Instruments with Characteristics of Equity* e volto alla rideterminazione dei criteri classificatori per gli strumenti finanziari emessi dalle imprese contenuti nei principi contabili (il già menzionato – cfr. nt. 3 – IAS 32 e i principi FAS n. 150 «*Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity*» e n. 155 «*Accounting for Certain Hybrid Financial Instruments*»).

[14] Cfr. Framework, 49(c), nostra traduzione.

che incorporano benefici economici»[15]. Dal confronto delle due statuizioni emerge una certa neutralità della definizione del netto da una qualunque predeterminazione del contenuto che gli strumenti rappresentativi dell'*equity* debbano avere, nonché una diretta derivazione della prima enunciazione dalla seconda: proprio perché l'unico requisito richiesto dal Framework per la ricognizione di uno strumento da iscrivere al netto è che esso sia residuale – ciò che rimane delle attività una volta sottratte tutte le passività – è oltremodo evidente che la nozione del patrimonio netto che emerge dal Framework è quella di una mera figura contabile negativa, necessaria a riequilibrare l'identità che vuole l'ammontare delle attività sempre uguale alla somma algebrica delle passività e del netto, e che non prescrive alcun'altra caratteristica peculiare che non sia quella ricavabile in negativo dalla definizione di passività[16]. In altre parole, non è certamente richiesto allo strumento rappresentativo del patrimonio netto alcun particolare requisito in ordine al contenuto dei diritti patrimoniali e/o amministrativi di cui esso sia legalmente o statutariamente fornito, in particolar modo in merito alla partecipazione agli utili e alle perdite risultanti dall'attività sociale, ad altri flussi di cassa altrimenti spettanti con il trascorrere degli esercizi sociali o alla data di liquidazione dell'attivo patrimoniale, alla possibilità di convenire clausole di scioglimento anticipato del rapporto (clausole *put and call*, di *redemption* o di recesso), ad eventuali diritti di voto o di controllo o, comunque, di partecipazione a vario titolo alla formazione della volontà sociale. Nessuna di tali caratteristiche è indicata come necessaria a contraddistinguere il contenuto proprio dell'*equity*. Certamente, però, la residualità richiesta dalla definizione contenuta nel Framework implica che caratteristica peculiare dello strumento rappresentativo del patrimonio netto sia la *subordinazione*, cioè la limitazione della pretesa del titolare sul patrimonio aziendale a quanto *variabilmente* rimanga dopo l'adempimento di poziori pretese, previamente soddisfatte, che lo stesso Framework individua in «*tutte le passività*». Ne consegue che la nozione di *equity* sin qui analizzata è dunque caratterizzata dalla *residualità*, cioè insieme dalla *subordinazione* e dalla *variabilità* della pretesa, in modo che l'alea in merito alla restituzione del capitale di rischio (ed alla sua remunerazione) dipenda dall'attività sociale e dal valore del patrimonio netto dell'impresa, non potendo invece derivare dal mutamento di altri parametri che non influenzino direttamente il valore delle attività[17].

Pur con le indicate precisazioni, è innegabile che la nozione di patrimonio netto – e di conseguenza tutti gli strumenti rappresentativi dello stesso – sia ricavata *a contrario*, partendo da ciò che *non* può essere definito passività in senso stretto. Il Framework, infatti, precisa che «*caratteristica essenziale di una passività è che l'impresa abbia una obbligazione attuale*», definendo quest'ultima come «*un dovere o una responsabilità a comportarsi o ad agire in una determinata maniera*»[18]. Pur nell'atecnicismo di tale

[15] Cfr. Framework, 49(b), nostra traduzione.

[16] Per considerazioni analoghe cfr. PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Principi contabili internazionali e nazionali*, Torino, 2008, 787 ss.; TOSELLI, *Introduzione agli IFRS e alle componenti di bilancio*, Milano, 2007, 61 ss.; BARCKOW, SCHMIDT, *Distinguishing between liabilities and equity*, Discussion paper realizzato per iniziativa dell'EFRAG nell'ambito del progetto Proactive Accounting Activities in Europe (PAAinE), 2008, disponibile sul sito http://www.efrag.org/, 27 ss.; KAMPMANN, SCHMIDT, *Distinguishing Between Equity and Liabilities - A View on FASB's and IASB's Approaches and an Introduction of the Loss Absorption Approach* (August 19, 2008), 19 ss., disponibile su SSRN: http://ssrn.com/abstract=1238071.

[17] Pensiamo, ad esempio, ad uno strumento finanziario che leghi le condizioni economiche della remunerazione del possessore – o anche dello stesso rimborso del capitale – al mutamento di un determinato tasso di mercato (c.d. strumento a tasso variabile); esso potrà ben definirsi come strumento caratterizzato da variabilità (ed a seconda delle altre condizioni contrattuali anche da un certo grado di subordinazione), ma non certamente *sic et simpliciter* dalla residualità propria dell'*equity*, giacché essa implica che l'alea tipica dello strumento derivi dalla maggiore o minore entità delle attività sociali rimanenti dopo l'adempimento di tutte le passività.

[18] Cfr. Framework, 60, nostra traduzione.

definizione[19], il nucleo essenziale di essa parrebbe fondarsi sul concetto precipuamente giuridico di obbligazione attuale, sicché deve riconoscersi una passività ogni qualvolta quest'ultima sussista e, per converso, una porzione del netto ove la corrispondente pretesa non abbia tale qualità. Altre disposizioni del Framework, però, formulate con lo scopo di meglio precisare il concetto di obbligazione attuale sembrerebbero porsi in contrasto con una ricostruzione del concetto di passività in senso esclusivamente giuridico: sebbene il Framework, infatti, precisi che «*normalmente* […] *le obbligazioni possono essere legalmente tutelabili in virtù dell'esistenza di un contratto o di una disposizione statutaria vincolante*», esse possono trarre comunque «*origine dalla normale attività commerciale, dagli usi e dal desiderio di mantenere buone relazioni d'affari o di agire in modo corretto*»[20]. Ancora, deve ritenersi sussistente una passività (e dunque essa deve essere rilevata in bilancio) «*quando un flusso in uscita di risorse che incorporano benefici economici*» sia *probabile* e «*l'importo al quale avverrà l'estinzione* [possa] *essere quantificato attendibilmente*»[21]. Per quel che concerne la prima delle suesposte disposizioni, pare in effetti che il Framework si disinteressi in realtà dell'esistenza di un vincolo giuridico azionabile, concentrandosi sull'oggetto dell'obbligazione piuttosto che su quest'ultima e sulla sua fonte: più che l'esistenza di un attuale e incondizionato impegno giuridico o di una pretesa a contenuto patrimoniale (magari attuabile attraverso i mezzi dell'esecuzione forzata), l'iscrizione in bilancio d'una passività sembra denotare la previsione di un futuro adempimento, sia esso dovuto o meno, cui l'impresa non possa sottrarsi. La seconda disposizione, invece, ricomprende nella definizione di passività non soltanto i futuri adempimenti *certi*, derivanti da *obbligazioni attuali* e il cui ammontare sia *precisamente determinato* o determinabile (debiti in senso stretto), ma anche future prestazioni *probabili*, parimenti originate da *obbligazioni attuali*, il cui importo possa essere oggetto di stima attendibile (*provisions*; in un certo qual modo assimilabili ai fondi per rischi e oneri). Rimangono pertanto fuori dalla nozione di debito tutte quelle ipotesi, denominate passività potenziali (*contingent liabilities*), in cui la stessa obbligazione manchi di attualità (ad esempio perché condizionata ad eventi futuri e incerti: *passività possibili*), il cui futuro adempimento sia improbabile o il cui ammontare non sia determinabile in modo sufficientemente certo. Malgrado l'indubbia centralità dei contorni del concetto di passività potenziale al fine di definire l'area in cui deve essere riconosciuta una

[19] La responsabilità è, infatti, la conseguenza dell'imputazione oggettiva e soggettiva del mancato adempimento d'un dovere giuridico, piuttosto che – come parrebbe dalla formulazione suesposta –autonoma specie di obbligazioni.

[20] Cfr. Framework, 60, nostra traduzione. Tale disposizione accoglie nel Framework l'istituto dell'obbligazione implicita (*constructive obligation*) contenuto nel principio IAS 37, in base al quale si considera produttivo di un'obbligazione il fatto che l'entità abbia reso noto ad altre parti tramite un consolidato modello di prassi, politiche aziendali pubbliche o un annuncio corrente sufficientemente specifico, che accetterà determinate responsabilità; e come risultato, l'entità abbia fatto sorgere nei terzi la valida aspettativa che onorerà i propri impegni (cfr. IAS 37, 10). Sebbene autorevolissima dottrina (cfr. CARATOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, 2006, 309) abbia ritrovato una certa affinità con le obbligazioni naturali di cui all'art. 2034 cod. civ., sembra che in realtà la fattispecie descritta sia molto più ampia rispetto alle mere ipotesi di «*esecuzione di doveri morali o sociali*». Pare, infatti, che il principio contabile si riferisca piuttosto a tutte quelle situazioni in cui un comportamento degli esponenti aziendali debitamente esternato ingeneri un affidamento nei terzi, in uno alle ipotesi in cui il complesso delle circostanze concrete indichi la volontà di adempiere precedenti promesse, pur se giuridicamente non dovute, ovvero la mancanza di convenienza economica a far valere la carenza di alcun vincolo legale per sottrarsi all'adempimento (ad esempio, per la possibilità che ciò crei un danno reputazionale).

[21] Cfr. Framework, 91, nostra traduzione. Questa disposizione riassume nel Framework una serie di precetti contabili che prevedono l'iscrizione in bilancio, in poste passive (*provisions*) analoghe ai fondi per rischi e oneri, di obblighi attuali che non diano luogo ad esborsi certi di risorse finanziarie, ma per i quali vi sia la probabilità di un'uscita di risorse (di importo e/o scadenza indeterminati) di cui sia effettuabile una stima attendibile (cfr. IAS 37, 13-14). Tale principio contabile, comunque, non è applicabile agli strumenti finanziari che rientrano nell'ambito dello IAS 39 (cfr. IAS 37, 2). Sulle *provisions* e sulla loro distinzione con le passività potenziali (*contingent liabilities*) cfr. CARATOZZOLO, *Il bilancio*, *cit.*, 306 ss.; PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Principi contabili*, *cit.*, 551 ss.; TOSELLI, *Introduzione*, *cit.*, 28; TOSELLI, POLI, *Le componenti di reddito e le passività delle imprese*, Milano, 2007, 203 ss.

passività attuale, non pare che la nozione espressa nel Framework possa dirsi rilevante ai fini della ricerca d'un criterio di distinzione tra strumenti finanziari rappresentativi del patrimonio netto e dell'indebitamento: la sua applicazione, infatti, nel sistema degli IAS/IFRS non viene estesa agli strumenti finanziari[22], per i quali, specie per quelli valutati al *fair value*, il rapporto con la probabilità di verificazione degli eventi futuri e incerti cui ne sono parametrati sostanza e valore, si presenta più complesso e maggiormente strutturato[23]. Come verrà indicato successivamente, infatti, le più avanzate tecniche di classificazione e valutazione degli strumenti finanziari già incorporano previsioni stocastiche sul futuro movimento di molteplici variabili finanziarie, sicché può ben dirsi che la nozione di attività (o passività[24]) finanziaria sia più estesa rispetto alle analoghe nozioni contenute nel Framework, arrivando a ricomprendere alcune tipologie di *contingent claim*[25]. V'è da aggiungere, però, che la scelta in tal senso effettuata dallo IASB in sede di predisposizione del principio contabile IAS 32, sebbene mossa da una comprensibile esigenza di limitazione della complessità dei bilanci e della loro stesura, purtroppo non si allinea a tali modalità tecniche, risolvendo in modo criticabile il problema di quale rilevanza dare in sede di classificazione degli strumenti finanziari alla componente stocastica[26].

In prima approssimazione, pertanto, la distinzione tra *equity* e *liabilities* che si desume dal Framework prevedrebbe che gli strumenti rappresentativi del netto siano solo quelli che incorporino un interesse residuale (nel senso già indicato di subordinato e variabile in dipendenza del valore delle attività) rispetto al soddisfacimento di ogni passività (in senso stretto), intesa come prestazione futura cui l'impresa non possa sottrarsi.

Il principio contabile IAS 32, pur dimostrandosi *prima facie* ampiamente conforme a tale generale criterio, a ben vedere se ne discosta in più punti[27], sancendo altrettante eccezioni allo scopo di rendere il criterio classificatorio maggiormente fedele ad una sottesa – ma mai compiutamente indicata – realtà economico-sostanziale, e di consentirne inoltre l'applicazione alla molteplicità degli strumenti ibridi che la pratica finanziaria ha individuato nel corso degli anni e che vengono attualmente utilizzati tanto da imprese finanziarie quanto da imprese industriali. I principi fondamentali contenuti nel summenzionato *standard* possono essere così sintetizzati[28].

Lo IAS 32 individua uno strumento rappresentativo di capitale[29] in «*qualsiasi contratto che rappresenti una interessenza residua nelle attività dell'*[impresa] *dopo aver dedotto tutte le sue passività*»; per passività finanziaria deve invece intendersi, nell'ipotesi più semplice[30], «*un'obbligazione contrattuale a*

[22] Cfr. IAS 37, 2. Ci si stupisce allora dell'inclusione di esso nel Framework, in luogo di una formulazione più generale applicabile ad un numero più ampio di principi contabili.
[23] Sul punto cfr. *infra*, più avanti nel testo.
[24] Qui intesa nel senso generico di fonte di finanziamento, prescindendo dalla classificazione tra i mezzi propri o tra le passività in senso stretto.
[25] Cfr. IAS 32, 25 ss. Cfr. anche TOSELLI, ROTA, *Gli strumenti finanziari*, Milano, 2007, 179 e 193 ss.
[26] Cfr., per approfondimenti, *infra*, più avanti nel testo.
[27] Si è già menzionato, ad esempio, il trattamento peculiare che il principio IAS 32 riserva ai *financial contingent claim*. Cfr., *infra*, più avanti nel testo.
[28] Per ulteriori approfondimenti cfr. CARATOZZOLO, *Il bilancio*, *cit.*, 724 ss.; PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Principi contabili*, *cit.*, 459 ss.; TOSELLI, ROTA, *Gli strumenti*, *cit.*, 163 ss.; TOSELLI, *Introduzione*, *cit.*, 215 ss.
[29] I principi contabili internazionali, che non si occupano dell'istituto del capitale sociale ma soltanto dell'*equity*, utilizzano l'espressione strumenti rappresentativi di capitale come sinonimo di strumenti rappresentativi dei mezzi propri. Per non appesantire il lessico del discorso verrà utilizzata la medesima equiparazione, fatta salva la necessità di distinguere i due concetti quando opportuno.
[30] Cioè ove non si tratti di strumenti derivati, per i quali cfr. *infra*, più avanti nel testo.

consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria» a terze economie[31], laddove obbligazione contrattuale è «*un accordo* […] *che abbia conseguenze economiche chiare tali che le parti* [abbiano] *una limitata, o nessuna possibilità di evitarle, solitamente perché l'accordo è reso esecutivo da una norma di legge*»[32]. Il criterio selezionato, pertanto, si mostra in un certo qual modo coerente sia con la menzionata residualità del patrimonio netto, sia con la nozione generale di passività contenuta nel Framework, essendo basato sull'esistenza di un'obbligazione intesa come fonte (d'origine contrattuale) di una conseguenza economica (*rectius* prestazione) cui l'impresa non si possa sottrarre.

Proprio in merito a tale definizione di passività contenuta nello IAS 32, però, alcuni Autori hanno evidenziato l'esistenza di un problema riguardante tutte quelle società che facciano, per disposizione di legge o – ove concesso – statutaria, generalizzata applicazione del diritto di recesso[33]. Ci si riferisce, più precisamente, a tutti quei casi in cui la legge o lo statuto organizzativo dell'ente concedono al socio il diritto di recesso, sia esso *ad nutum*, o conseguenza di eventi oggettivi (alcuni dei quali possono essere anche sotto il controllo dell'emittente, come per molte delibere dell'assemblea straordinaria). Rientrano nella prima ipotesi non soltanto le società le cui clausole statutarie prevedano, *ex* art. 2437, comma 3, cod. civ.[34], la facoltà per i soci di recedere indipendentemente dalla verificazione di particolari condizioni, ma anche l'ipotesi non certo marginale delle società che applicano il principio c.d. della porta aperta, cioè tutte le cooperative[35] e le SICAV. Nella seconda ipotesi, al contrario, rientrano tutti gli altri casi di recesso previsti dall'ordinamento. Nell'uno e nell'altro caso il principio contabile IAS 32 *prevedeva* che, non godendo la società di un diritto incondizionato che le consentisse di sottrarsi al pagamento (*rectius*: rimborso) del valore degli strumenti per cui veniva esercitato il recesso, quest'ultimi dovessero essere inderogabilmente classificati tra le passività. Ne conseguiva la possibilità che ci fossero enti che strutturalmente non potessero esporre in bilancio alcun patrimonio netto, dovendo classificare tutti gli strumenti emessi tra le passività (con il rischio che tale incompatibilità riguardasse ogni tipo di ente applicasse gli IAS/IFRS, in particolare perché l'ordinamento concede *sempre*, all'avverarsi di determinate condizioni, la possibilità di recedere). Per risolvere tale inconveniente, nel febbraio del 2008 lo IASB ha modificato il principio IAS 32, emanando l'emendamento «*Puttable Financial Instruments and Obligations Arising on Liquidation*», che consente l'iscrizione nel netto per tutti quegli strumenti il cui recesso avvenga con il rimborso di una somma corrispondente al suo *fair value* (eventuali differenziali positivi o negativi dovrebbero essere ancora rilevati come attività o passività).

Ciò nonostante, al di fuori della regolamentazione contabile del diritto di recesso, il principio IAS 32 classifica ancora come passività ogni strumento che preveda un obbligo incondizionato (cioè cui la società non si possa sottrarre) di pagamento a terzi: come già indicato in introduzione, ciò riguarda anche una parte degli strumenti che il codice civile qualifica come azioni privilegiate.

---

[31] Cfr. IAS 32, 11, nostra traduzione.

[32] Cfr. IAS 32, 13, nostra traduzione.

[33] Ne riferisce, con analisi acuta, TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, 456 ss.; cfr. anche PALLOTTI, *L'applicazione dei principi contabili internazionali in materia di strumenti finanziari: il caso delle cooperative*, in *Contr. e impr.*, 2009, 359 ss.

[34] Come già indicato dal TARABUSI, *Strumenti finanziari*, *cit.*, la norma non è applicabile alle società quotate in un mercato regolamentato, «*principali utenti dei principi contabili internazionali*». Ciò nonostante la difficoltà persiste per quelle società non quotate che redigano il bilancio secondo gli IAS/IFRS e che concedano statutariamente diritto di recesso *ad nutum*.

[35] Per approfondimenti sulla fattispecie cfr. PALLOTTI, *op. ult. cit.*

In merito agli strumenti rappresentativi dei mezzi propri lo IAS 32, innovando in modo radicale rispetto alla tradizione italiana, prevede che il corrispettivo per il loro acquisto sia dedotto direttamente dal patrimonio netto, senza che alcun utile o perdita derivante dall'operazione possa, quindi, transitare per il conto economico e costituire componente del risultato d'esercizio[36]. È evidente, dunque, che il metodo di contabilizzazione utilizzato è quello finanziario, in base al quale ogni attività che sostanzialmente sia di apporto (o restituzione) di mezzi propri dai (o ai) titolari degli strumenti rappresentativi del netto deve essere imputata direttamente all'*equity*, di modo che ne risulti sempre il valore esistente alla data della contabilizzazione e senza che possa conseguirne alcun "annacquamento" dei mezzi propri, derivante dal ben noto fenomeno della "carta contro carta".

In tal modo, deve sancirsi una precoce obsolescenza di buona parte delle disposizioni contenute negli artt. 2357 ss. cod. civ. (ma soltanto per quanto riguarda le società che applicano gli IAS/IFRS). Non potendo iscrivere all'attivo le azioni proprie acquistate, infatti, viene meno la necessità di appostare una riserva indisponibile di pari entità[37]; analogamente il meccanismo di deduzione diretta dal netto sostituisce il limite dell'acquisto per un ammontare pari all'entità dei mezzi disponibili (oltre il quale sarebbe necessaria una delibera di riduzione ex art. 2445 cod. civ.). Mantengono la loro efficacia, in tale sistema, sia l'ulteriore limite all'acquisto per un ammontare pari al quinto del capitale sociale, sia le norme che impediscono l'esercizio dei diritti amministrativi per le azioni acquistate (che pur non iscritte in bilancio, entrerebbero comunque nel patrimonio dell'ente).

Ancora in merito al trattamento contabile degli strumenti rappresentativi del netto, il principio in esame prevede che l'obbligo dell'ente di consegnare (o emettere) un numero *variabile* di essi costituisca una passività finanziaria[38]; il criterio, al di là della solo apparente stranezza, è formulato con riferimento alle obbligazioni di pagamento di una somma determinata di denaro cui sia aggiunta la clausola di regolamento in azioni, il cui numero (a seconda del valore dell'*equity* al tempo dell'estinzione del debito) è determinato in modo da eguagliare il valore monetario della soma pattuita[39]. Sebbene adempiuto mediante consegna di (strumenti rappresentativi dei) mezzi propri, l'obbligazione correttamente non è riconosciuta rispecchiare i caratteri propri dell'*equity*[40] che, ciò nonostante, il principio contabile non enuclea in modo preciso. Analogamente, sebbene con minori giustificazioni teoriche, il principio contabile IAS 32 risolve la classificazione del caso contrario, in cui cioè l'impresa si sia obbligata a consegnare (o emettere) un determinato quantitativo di strumenti di *equity* in cambio di un importo variabile di denaro o di altre attività finanziarie[41]; anche in questo caso il sistema contabile internazionale prevede che lo strumento sia

[36] Cfr. IAS 32, 33-34. In maniera diametralmente opposta prevede la disciplina codicistica, in base alla quale le azioni proprie divengono un componente dell'attivo di bilancio a fronte del quale va iscritta nel netto un'apposita riserva non distribuibile; cfr. art. 2357-*ter*, secondo cpv. In base alle definizioni contenute nello IAS 32, invece, costituisce attività finanziaria soltanto lo strumento rappresentativo del capitale proprio di un'altra impresa, escludendo pertanto che le azioni proprie possano essere iscritte nell'attivo di bilancio; cfr. IAS 32, 11; CARATOZZOLO, *Il bilancio*, *cit.*, 352 ss. e 722 ss.

[37] In verità, nulla vieterebbe che, in ossequio alla suddetta normativa, la riserva in oggetto continui a essere iscritta al passivo dello stato patrimoniale, salva una rettifica di quest'ultimo con una posta negativa (*contra equity*) di pari ammontare e salva in ogni caso la non iscrivibilità delle azioni proprie all'attivo: in tal senso, gli schemi di bilancio predisposti dalla Banca d'Italia e dall'Isvap. Maggiori dettagli in VENUTI, *Il principio* "substance over form" *nel bilancio IAS/IFRS*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione*, *cit.*, 294 ss.

[38] Cfr. IAS 32, 11.

[39] Cfr. IAS 32, 21.

[40] Cfr. IAS 32, 21.

[41] Cfr. IAS 32, 24. Il principio contabile riporta l'esempio d'un contratto che impegni a «*consegnare 100 dei propri strumenti rappresentativi di capitale in cambio di un importo di disponibilità liquide pari al valore di 100 once d'oro*» (nostra traduzione).

iscritto tra le attività o passività finanziarie a seconda che il suo *fair value* sia positivo o negativo[42], senza che ne risulti un aumento o una diminuzione dei mezzi propri.

L'unico caso, in sostanza, in cui l'obbligo di consegnare (o emettere) strumenti rappresentativi del netto non è qualificato tra le passività è relativo a quegli strumenti derivati[43] emessi dall'impresa[44], che incorporino l'obbligo di consegnare un numero fisso di strumenti di capitale in cambio di un quantitativo fisso di disponibilità liquide o altre attività finanziarie[45] (c.d. *fixed for fixed principle*). Ogni altro strumento derivato deve essere iscritto tra le attività o passività finanziarie in considerazione del suo *fair value*. La dottrina[46] ha criticato la mancanza di chiarezza e di solidi fondamenti teorici alla base del principio *fixed for fixed*, così come del trattamento di tutti gli altri strumenti derivati, dacché esso sembra slegato da ogni considerazione sulle qualità essenziali (anche stocastiche) dell'*equity* e sulla sua funzione informativa e di garanzia. Il *fixed for fixed principle*, in effetti, sembrerebbe un'eccezione al concetto di passività finanziaria contenuta nello IAS 32, dacché qualifica come componente del patrimonio netto un'obbligazione attuale cui l'impresa in realtà non può sottrarsi (*i.e.* la consegna – o emissione – di un determinato ammontare di strumenti di capitale). La *ratio* di suddetta eccezione ai principi dello stesso IAS 32 e del Framework non è chiara, poiché il principio non esplicita le motivazioni[47] che portano a classificare alcuni obblighi di emissione di strumenti di capitale tra le poste del netto, mentre altri sono da iscrivere tra le passività[48].

Ulteriori problemi di coordinamento con il Framework derivano dall'applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma. Secondo le disposizioni dello IAS 32[49], infatti, uno strumento finanziario può prevedere che il pagamento da parte dell'emittente di somme di denaro (o la consegna di altri titoli) al sottoscrittore/acquirente di esso, sia sottoposto alla condizione del verificarsi o meno di determinati eventi futuri e incerti (*contingent settlement provisions*); in tali casi, non avendo l'emittente la

[42] Cioè che il differenziale tra il valore corrente della somma da incassare e quello delle azioni da emettere sia maggiore o minore di zero.

[43] Per la nozione di strumento derivato lo IAS 32, 12 rinvia alla definizione contenuta nello IAS 39 «*Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione*», 9, cioè un contratto o uno strumento finanziario che (a) sia regolato ad una data futura; (b) abbia un valore che dipenda dalle variazioni di un determinato parametro sottostante; (c) richieda un investimento netto iniziale nullo o inferiore rispetto all'investimento diretto nel sottostante (*leverage*).

[44] Ci si riferisce, normalmente, ai casi in cui l'ente che redige il bilancio è *short*, come nel caso delle opzioni o degli altri strumenti non lineari; vi sono però casi in cui lo strumento non può essere classificato come attività o passività (in senso lato) semplicemente sulla base del fatto che la posizione assunta sia corta. In questi casi (ad esempio, per i contratti *forward* o *future*) costituisce passività lo strumento con *fair value* negativo e attività quello con *fair value* positivo.

[45] Ne sono esempio le opzioni o i *warrant* sulle azioni.

[46] Cfr. BARCKOW, SCHMIDT, *Distinguishing*, *cit.*, 36-37; KAMPMANN, SCHMIDT, *Distinguishing*, *cit.*, 20 ss. Tali Autori ritengono, con argomentazione non del tutto condivisibile, che l'obbligo di futura emissione di *equity instruments* non dia mai luogo a passività rilevabile in bilancio, dacché «*il patrimonio netto aumenta (e non diminuisce, come implicherebbe il concetto di passività)*» (nostra traduzione). Di tali critiche fa menzione anche lo stesso IASB nel Discussion Paper «*Financial Instruments with Characteristics of Equity*», London, 2008, 7 e 9-10, disponibile sul sito http://www.iasb.org/ alla sezione *Projects*.

[47] Il par. 13 delle *Basis for Conclusion to IAS (rev. 2008)*, disponibile sul sito http://www.iasb.org/, si limita ad affermare laconicamente che «*sarebbe inappropriato contabilizzare un contratto come equity instrument quando gli strumenti del netto* […] [da consegnare/ricevere] *siano utilizzati come numerario in tale contratto, di modo che il loro numero variabile equivalga un predeterminato ammontare*» (nostra traduzione). Sebbene ciò si certamente condivisibile (anche se solo parzialmente applicabile agli altri casi enunciati nel testo), il principio non si sofferma sul *perché* ciò sarebbe inappropriato.

[48] Certamente la natura eccezionale della regola ne impedisce l'applicazione a casi che meriterebbero analogo trattamento, come ad esempio una parte (*split*) dello strumento che incorpora l'obbligo di emissione di un numero fisso strumenti del netto a fronte di uno *strike* variabilmente individuato.

[49] Cfr. IAS 32, 25.

possibilità di sottrarsi al pagamento futuro, dato che la condizione sfugge al suo controllo, il principio contabile in esame classifica tale strumento finanziario tra le passività (dacché è riscontrata sussistere un'obbligazione contrattuale), a prescindere dalle probabilità di verificazione dell'evento. In questo specifico caso sembra che il basilare principio *substance over form* non debba operare, evidenziando pertanto una prima incongruenza con il Framework. Come già indicato, inoltre, lo stesso Framework prevede una nozione di passività che tiene conto del grado di verosimiglianza del futuro adempimento, dacché esso può essere certo (*liability*) o probabile (*provision*), ma si esclude si debbano iscrivere in bilancio le passività per le quali la probabilità d'uscita di risorse finanziarie sia soltanto remota (*contingent liabilities*). Fino al 2003 il principio interpretativo SIC-5 *Classification of Financial Instruments – Contingent Settlement Provisions* conteneva una disposizione che imponeva di classificare uno strumento finanziario come rappresentativo del patrimonio netto «*quando la possibilità che all'emittente sia richiesto l'adempimento in denaro o* [la consegna di] *altre attività finanziarie sia remota al tempo dell'emissione*»[50]; tale principio è stato abrogato dallo IASB in occasione della revisione sostanziale dello IAS 32 effettuata nel 2003, sancendo così la menzionata incongruenza con il Framework[51]. Ci si deve chiedere perché si debba classificare come passività (ad esempio) un'emissione azionaria per la quale la società accordi al sottoscrittore un'opzione put per uno *strike price* pari all'1% del valore di listino delle azioni[52]; parimenti si deve riconoscere che la medesima ipotesi dovrebbe essere certamente qualificata tra le passività qualora lo *strike* fosse fissato al 99%. Scegliendo in maniera manichea di classificare ogni strumento contenente *contingent settlement provisions* tra le passività, lo IASB si è sottratto dal difficile compito di indicare per quale livello di probabilità di verificazione dell'evento condizionante sarebbe conseguita la qualificazione della pretesa nel patrimonio netto, ma così facendo ha creato un'aporia interna al sistema contabile internazionale in materia di applicazione del principio *substance over form* e di congruenza con la nozione di passività (certa o probabile, ma non meramente possibile) contenuta nel Framework.

Ciò nonostante, altra parte del principio contabile IAS 32 stabilisce che la rilevazione dello strumento finanziario emesso debba avvenire in conformità alla sostanza degli accordi contrattuali[53], sicché deve essere classificato come passività finanziaria anche quell'accordo che non preveda esplicitamente alcuna obbligazione contrattuale a consegnare disponibilità liquide, ma che stabilisca un'*obbligazione indiretta* a mezzo delle condizioni contrattuali imposte alla controparte[54]: un'obbligazione perpetua con clausola call lunga a favore dell'emittente[55], può essere un valido esempio in tal senso, qualora le condizioni contrattuali prevedano che, con il passare del tempo, l'interesse periodico da corrispondere in

[50] Cfr. SIC-5, 6, nostra traduzione.

[51] La relazione illustrativa alla revisione giustificava laconicamente la modifica sulla base di una presunta incoerenza della classificazione di uno strumento tra le passività limitata soltanto al caso in cui il pagamento fosse probabile; cfr. IAS 32 (2003), BC17.

[52] Ci si potrebbe chiedere se la previsione di una clausola di riacquisto delle azioni qualora il loro valore dovesse scendere al di sotto di una determinata soglia possa violare il divieto di cui all'art. 2265 cod. civ. Affinché ciò possa avvenire, è necessario che la soglia in questione sia fissata in modo da ridurre sostanzialmente il rischio di perdite da parte del socio, ad esempio perché troppo prossima al valore corrente delle azioni emesse. Naturalmente sarebbe arbitrario individuare (e come?) una soglia fissa al di sopra del quale sarebbe violato il divieto del patto leonino, così come nuocerebbe alla certezza del diritto lasciare che sia il prudente apprezzamento dell'interprete a decidere di volta in volta della legittimità della clausola.

[53] Cfr. IAS 32, 15. Per il CARATOZZOLO, *Il bilancio*, *cit.*, 724, questa ipotesi, insieme a quella contenuta nello IAS 39, costituisce una delle principali applicazioni del principio di prevalenza della sostanza sulla forma.

[54] Cfr. IAS 32, 20.

[55] Tale strumento prevede il pagamento di una cedola annuale, variamente parametrata, ma alcun diritto di rimborso del capitale sin al momento dello scioglimento e liquidazione dell'ente. In qualunque momento (se l'opzione incorporata è di tipo americano) o a scadenze prefissate (se di tipo europeo) l'emittente può però esercitare la propria opzione call riacquistando la passività ad un prezzo prefissato.

forma di cedola diventi talmente elevato da costringere l'emittente ad esercitare la propria opzione call, pur non esistendo alcun obbligo contrattuale di riacquisto. Nonostante stavolta lo IAS 32 si uniformi al principio *substance over form*, la dottrina[56] ha espresso comunque dei dubbi sulla univocità applicativa del criterio, dacché esso non indica in alcun modo attraverso quali parametri possa verificarsi sussistente un'obbligazione indiretta, il cui accertamento può essere – se non arbitrario, con tutti i rischi in merito alla maggiore discrezionalità concessa ai redattori del bilancio – certamente difficile da determinare, ogni qualvolta vi sia una molteplicità di grandezze economico finanziarie, tutte intrinsecamente soggette a dinamica stocastica, solo alcune delle quali non in linea (e quanto) con il mercato.

Deve chiedersi, inoltre, il perché d'una scelta tanto differente dal caso già esaminato delle *contingent settlement provisions*. Nell'uno e nell'altro caso, a ben guardare, le scelte dello IASB in tema di classificazione degli strumenti emessi portano ad iscrivere questi ultimi tra le passività, denotando una forma di *favor debendi* che non si vede come possa migliorare la capacità informativa del bilancio: è chiaro infatti che una classificazione degli strumenti esaminati tra le passività a prescindere dal contenuto (anche probabilistico) di esse, comporta quanto meno la perdita di significatività della suddivisione stessa, dacché non rispecchia tutta l'informazione disponibile e rilevante.

Da ultimo, a conclusione di questa rapida sinossi dei principi fondamentali su cui si regge lo IAS 32, è necessario menzionare la regola certamente più innovativa[57] in tema di contabilizzazione degli strumenti finanziari, e che, pur nella sua semplicità, permette la maggiore aderenza al principio generale della prevalenza della sostanza sulla forma. In base ai paragrafi 28-31 dello IAS 32, le diverse componenti di uno strumento finanziario composto devono essere contabilizzate e valutate separatamente, sebbene la loro somma algebrica debba comunque essere uguale al valore complessivo (*i.e. fair value*) cui lo strumento è stato acquistato o ceduto. La norma deriva dall'applicazione di alcuni principi fondamentali della teoria economica, in base ai quali qualunque attività finanziaria (più o meno) complessa può essere intesa quale portafoglio contenente una serie di attività più semplici[58], che possono essere pertanto analizzate (e contabilizzate/valutate) separatamente. Vale la pena ricordare che analogo principio è noto anche al diritto civile, ove un singolo accordo contrattuale presenti una causa complessa, cioè l'unione di più tipi normativi considerati nella loro interezza: in tal caso, la disciplina applicabile al negozio sarà differente a seconda della "porzione" – corrispondente ad un diverso tipo – contrattuale considerata[59]. Esempio che lo stesso

[56] Cfr. BARCKOW, SCHMIDT, *Distinguishing*, *cit.*, 34.

[57] Il precetto è molto distante dalla tradizione contabile italiana e, secondo il CARATOZZOLO, *Il bilancio*, *cit.* (nt. 20), 724, è incompatibile con l'attuale tenore delle disposizioni contenute negli artt. 2423 ss. cod. civ.

[58] Per un'applicazione del principio agli strumenti finanziari derivati cfr. BARONE, *Derivati complessi come portafogli di attività elementari*, in BARONE, *Economia del mercato mobiliare. Vol. 2 – Derivati e risk management*, Roma, 2004, 37 ss.

[59] La dottrina distingue il contratto a causa complessa da quello a causa mista, in base alla considerazione che il primo non prevede la possibilità che le due funzioni si fondano in alcun modo, presentando caratteri di incompatibilità; l'esempio suggerito è proprio quello, paradigmatico, del contratto di compravendita "mista" a donazione, in cui l'unitario accordo contrattuale costituisce, *pro quota*, insieme una vendita e una donazione. Ne consegue che la disciplina applicabile sarà differente a seconda della "porzione" considerata. Cfr. ASCARELLI, *Il negozio indiretto*, in *Studi in tema di contratti*, Milano, 1952, 3 ss.; ID., *Contratto misto, negozio indiretto,* negotium mixtum cum donatione, *ivi*, 79 ss.; BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000, 478 ss.; e soprattutto CATAUDELLA, *La donazione mista*, Milano, 1970, 76 ss. Nel contratto a causa mista, al contrario, elementi propri di tipi contrattuali diversi si uniscono all'interno di una funzione unitaria, in modo che essi non siano separabili senza che se ne possa compromettere l'idoneità al raggiungimento dello scopo. Il criterio da utilizzare per ricostruire la disciplina applicabile al negozio a causa mista dovrà basarsi, ove non si possa individuare una funzione prevalente (e pertanto assorbente), sulla combinazione delle regole previste per le sue componenti, facendo applicazione dell'analogia e salvaguardandone la compatibilità; ma cfr. CATAUDELLA, *La donazione*, *cit.*, 73, per una critica all'applicazione dell'analogia *in subiecta materia*.

principio in esame riporta per chiarire la tecnica dello *split* è relativo alle obbligazioni convertibili in azioni[60], che possono essere equiparate ad un portafoglio contenente un'obbligazione *plain vanilla* (cioè una passività finanziaria) e un'opzione call che attribuisce al possessore il diritto di acquistare azioni ad uno *strike price* prefissato, risultante dal rapporto di concambio (in base al *fixed for fixed principle*, l'opzione call costituisce essa stessa un *equity instrument*). In base al principio di residualità del netto, il valore della componente di *equity* viene determinata sottraendo dal prezzo complessivo (*rectius: fair value* di emissione) dello strumento composto, il valore della passività determinato separatamente (di solito, attraverso il *fair value method*)[61].

Alcune brevi conclusioni in tema di classificazione degli strumenti finanziari

La disciplina così sinteticamente descritta mostra tutte le proprie incoerenze interne e la propria genesi casistica. Allo stato attuale, la disciplina individua timidamente le caratteristiche dei diritti patrimoniali identificabili come "di debito" e, a contrario, quelle dei diritti "di *equity*". Ne emerge in sostanza un sistema in cui soltanto le risorse patrimoniali stabilmente destinate all'attività d'impresa e il cui rimborso non si imponga all'ente come obbligatorio possono confluire nel netto, rimanendo esclusa ogni attribuzione patrimoniale che si leghi a remunerazioni periodiche (o finali) cui l'impresa non abbia possibilità di sottrarsi (quest'ultime costituiranno sempre e comunque un debito, indipendentemente dalla qualificazione civilistica dell'apporto). È evidente che, in forza del citato principio di prevalenza delle norme comunitarie, la classificazione IAS/IFRS s'imporrà sui criteri nazionali di qualificazione, inducendo a classificare tra i debiti molte poste patrimoniali attualmente (e pacificamente) incluse nel netto (si pensi al già indicato esempio delle azioni privilegiate[62]).

Per quel che concerne la componente "derivata" tipica di alcuni diritti patrimoniali afferenti molti strumenti finanziari, la disciplina descritta consente di classificare come *equity*, eventualmente autonomizzandoli rispetto al resto dello strumento, soltanto quei diritti di acquisto (*sub specie* di opzione o di acquisto a termine) a prezzo predeterminato di un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale. Come si è cercato di rilevare, i principi IAS/IFRS presentano in proposito diverse disparità nel trattamento contabile di diritti che hanno contenuto analogo.

Il sistema, pertanto, necessita dell'ampio ripensamento cui lo IASB sta attualmente dedicando i propri sforzi. In particolare, in seno al già citato progetto di riforma del principio IAS 32[63], lo IASB ha proposto diversi criteri alternativi di individuazione delle caratteristiche dell'*equity*.

In estrema sintesi, secondo il *basic ownership approach* è possibile classificare come rappresentativi del netto soltanto strumenti *estremamente subordinati* (rispetto a ogni altro strumento) che diano diritto ad una quota del supero di liquidazione (azioni privilegiate rispetto alle azioni ordinarie sono classificate tra le passività); ogni altro strumento emesso è classificato tra le passività.

---

[60] Cfr. IAS 32, 29.

[61] Cfr. IAS 32, 31.

[62] Su cui alcuni elementi di approfondimento in MURDOCH, *Are Preferred Shares Debt or Equity?: Some Canadian Evidence*, 1997, disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=16553; DE JONG, ROSELLÓN CIFUENTES, VERWIJMEREN, *The Economic Consequences of IFRS: The Impact of Ias 32 on Preference Shares in the Netherlands*, 2006, disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=899523; CHENG, LIU, NEWBERRY, REICHELT, *Should Preferred Stock be Classified as a Liability? Evidence from Implied Cost of Common Equity Capital*, 2007, disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=1014259.

[63] Cfr. i documenti IASB e FASB indicati in nt. 13 e i commenti contenuti nel documento EFRAG citato in nt. 16.

In base all'*ownership-settlement approach*, invece, sono classificati come rappresentativi del netto gli stessi strumenti di cui al *basic ownership approach* (c.d. *basic ownership instruments*), nonché altri strumenti perpetui (il cui capitale o remunerazione periodica siano pagati soltanto in caso di liquidazione) e i derivati (*indirect ownership instruments*) il cui *fair value* cambi nella stessa direzione dei *basic ownership instruments* (ad esempio, opzioni call su azioni).

Secondo il *reassessed expected outcomes*, gli strumenti sono classificati come *equity* o *contra-equity* (posta rettificativa del netto) a seconda che il loro *fair value* cambi nella stessa direzione del (o in direzione contraria al) *fair value* dei *basic ownership instruments*. Gli strumenti composti devono essere distinti nelle varie categorie sulla base della probabilità che si verifichino i rispettivi pagamenti.

L'EFRAG, dal canto suo, ha proposto un proprio criterio di classificazione, il *loss absorption approach*, in base al quale è rappresentativo del netto ogni strumento la cui pretesa di pagamento si riduce in caso di perdite in conto economico, per un ammontare in grado di assorbirle. Tale strumento, pertanto, fornisce un cuscinetto di risorse a garanzia dei creditori dell'ente.

Ciascuno dei suddetti criteri è stato, per un motivo o per un altro, scartato dallo IASB, che non ha ancora deciso l'assetto definitivo della disciplina che sostituirà le disposizioni dello IAS 32[64].

Malgrado ci si riservi di portare a termine l'analisi in altra sede, poiché essa va certamente oltre i limiti di questo lavoro, la verifica delle caratteristiche economico/giuridiche del netto (che verrà condotta nei successivi paragrafi con strumenti matematici) porta a ritenere che tutti i criteri proposti dallo IASB e dall'EFRAG convergano verso una tecnica di classificazione delle passività (in senso lato) che si basi sulla capacità dell'*equity* di assorbire le perdite *inattese*, in relazione alla prossimità dello stato di insolvenza[65]. Il criterio di classificazione, pertanto, dovrebbe avvalersi di tecniche probabilistiche (come quelle successivamente utilizzate) per scindere ogni componente patrimoniale degli strumenti finanziari emessi e misurarne la sensibilità alle variazioni della *probability of default*.

Introduzione alle diverse tecniche di valutazione: costo ammortizzato e *fair value*

Effettuate tali considerazioni generali sui criteri di classificazione delle poste del passivo (in senso lato) e sulle ricadute in tema di tipizzazione degli strumenti finanziari, può essere utile uno sforzo d'indagine sulle tecniche di valutazione adottate dagli IAS/IFRS in materia, per verificare se mutamenti quantitativi abbiano effetto (e quale) sulle regole della Seconda direttiva. Data la complessità delle tecniche in questione, una loro completa disamina sarebbe eccedente rispetto alle finalità proprie di questo lavoro, sicché ci si concentrerà su una sintesi dei principi fondamentali della disciplina[66].

---

[64] Lo stesso sito web dello IASB contiene informazioni laconiche sullo stato d'avanzamento e (soprattutto) sui contenuti dell'attuale discussione.

[65] Per un opinione che auspichi l'utilizzo di modelli probabilistici cfr. LÓPEZ ESPINOSA, MADDOCKS, POLO-GARRIDO, *Equity-Liabilities Distinction: The Case for Co-Operatives*, in *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2009, 274 ss.

[66] Per approfondimenti cfr. CARATOZZOLO, *Il bilancio*, *cit.*, 720 ss.; TOSELLI, ROTA, *Gli strumenti*, *cit.*; TOSELLI, *Introduzione*, *cit.*, 25 ss., 61 ss., 215 ss.; PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Principi contabili*, *cit.*, 671 ss. Sul criterio del *fair value*, cfr. almeno STRAMPELLI, *Le riserve da* fair value*: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006, 242 ss.; FORTUNATO, *Dal costo storico al* fair value*: al di là della rivoluzione contabile*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione, cit*., 345 ss.; GRANATA, *L'applicazione degli IAS/IFRS alle banche*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione*, *cit.*, 125 ss., spec. 137 ss. e 145 ss.; VENUTI, *Il principio*, *cit.*, 245 ss., spec. 288 ss.; per una recente disamina delle

In base alle disposizioni contenute nei principi IAS 32 e 39[67], la valutazione iniziale delle passività (in senso lato) avviene sempre al *fair value* del corrispettivo ricevuto quale apporto (per gli strumenti del netto) o attribuzione patrimoniale (per gli strumenti d'indebitamento).

Il principio IAS 39 definisce il *fair value*[68], com'è noto, quale «*corrispettivo* al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili»[69]. Esso è, pertanto, quel prezzo di mercato che l'ente che redige il bilancio sia in grado di *rilevare o stimare* attendibilmente, seguendo i criteri indicati dai principi contabili internazionali (segnatamente IAS 39 e IFRS 7); ciò riflette un chiaro favore per l'ipotesi dell'efficienza del mercato, secondo cui esso sarebbe in grado di rivelare, attraverso il proprio meccanismo di generazione dei prezzi, il valore corretto (*fair*) di ogni cespite. Per giungere a tale misurazione, i principi contabili impongono tre ben noti livelli di stima, ordinati gerarchicamente. In estrema sintesi, il primo livello prevede una rilevazione diretta del prezzo ove vi sia un mercato in cui lo strumento finanziario da valutare sia attivamente negoziato; il secondo livello, ove non vi sia mercato attivo, prevede la rilevazione del prezzo di strumenti analoghi che siano attivamente scambiati, con le opportune modifiche rese necessarie dalle peculiarità dei cespiti da misurare; il terzo livello, residuale, consente la stima di un prezzo di mercato *teorico*, effettuata sulla base delle tecniche proprie della finanza matematica (che non vengono compiutamente indicate, ma per cui si suggerisce l'utilizzo dei metodi comunemente utilizzati dagli operatori), a partire da parametri oggettivi, inferiti per mezzo dei dati dello stesso mercato; qualora non sia possibile giungere a una stima attendibile, lo strumento è valutato al costo. Come prezzo (rilevato o ipotetico) di mercato, il *fair value* è sensibile a ogni variazione delle condizioni economiche[70] che influenzano il valore dei cespiti da valutare, siano esse interne o esterne all'ente che redige il bilancio.

Quando il corrispettivo dell'emissione/sottoscrizione dello strumento finanziario sia costituito, come normalmente avviene, da liquidità o mezzi equivalenti, il *fair value* di quest'ultima coincide (se non espresso in valuta differente) con il suo valore nominale e, pertanto, corrisponde al costo storico dello

---

implicazioni del *fair value* nella crisi finanziaria cfr., BIANCHI, STRAMPELLI, *Imputato «fair value»: patteggiamento o rinvio a giudizio?*, in *AGE*, 1/2009, 23 ss.

[67] Il 12 novembre 2009 lo IASB ha approvato il principio IFRS 9, destinato a sostituire lo IAS 39 quanto ai criteri di rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari. Malgrado gli annunci inizialmente effettuati dallo IASB, il recentissimo IFRS 9 non contiene (ancora) alcuna disposizione in merito alla contabilizzazione delle passività, la cui emanazione è stata rinviata al 2010 per consentire allo IASB di assumere una posizione (sperabilmente) definitiva in merito alla contabilizzazione dell' *own credit risk* (su cui cfr. più avanti nel testo). Allo stato attuale, pertanto, l'IFRS 9 disciplina i criteri di valutazione per i soli strumenti finanziari iscritti all'attivo, prevedendo una considerevole semplificazione contabile: vengono infatti previste soltanto due classi di attività finanziarie (in luogo delle precedenti quattro), di cui una prima (che comprende soltanto strumenti strettamente debito e di cui sia dichiarata l'intenzione di detenerli sino a scadenza) valutata al costo ammortizzato, con limitate possibilità di esercizio della *fair value option*, e una seconda (residuale e di ampia applicazione) valutata interamente al *fair value* con variazioni normalmente imputate al conto economico, ma con opzione per l'imputazione diretta nel netto senza passare dal conto economico (c.d. *other comprehensive income*). Maggiori approfondimenti sono disponibili sul sito internet dello IASB: http://www.iasb.org/

[68] Nel maggio 2009 lo IASB ha emanato un *Exposure Draft* contenente l'articolato di un futuro nuovo IFRS sul *Fair Value Measurement*. In tale nuovo standard contabile dovrebbero esser raccolti e uniformati tutti i criteri di misurazione del *fair value* attualmente sparsi in differenti principi contabili. A oggi non è da ritenere che le disposizioni contenute in suddetto *Exposure Draft* (tra cui si segnala una nuova definizione di *fair value* che ne precisa meglio il significato) possano incidere in misura rilevante sulle problematiche e sulle argomentazioni esposte nel testo.

[69] Cfr. IAS 39, par. 9, la cui ultima versione omologata è oggi contenuta nel regolamento 2008/1126/CE del 3 novembre 2008 (in GUCE L 320 del 29 novembre 2008) e sue ss. mm. (enfasi aggiunta).

[70] Un'elencazione, assolutamente esemplificativa, è contenuta nel paragrafo AG82 dello IAS 39; in merito cfr. *infra*, più avanti nel testo, e alla nt. 85.

strumento, sicché nella generalità dei casi la rilevazione iniziale al *fair value* non innova profondamente rispetto alla tradizione contabile italiana[71].

La valutazione delle passività (in senso lato) successiva al momento della prima rilevazione è conseguenza della classificazione imposta dallo IAS 32. Per un verso, dal principio di residualità del netto contenuto nello IAS 32 e nel Framework discende che le componenti dell'*equity* non siano di per sé soggette a valutazione successiva alla rilevazione iniziale, riflettendo invece il mutamento dell'ammontare complessivo del valore di attivo e indebitamento. Fanno eccezione a tale regola le componenti del netto (*sub specie* di *embedded derivatives*) che siano state a vario titolo scorporate da altro strumento finanziario (appartenente o meno al netto): il *fair value* di esse deve essere periodicamente valutato a parte rispetto allo strumento base (*host instrument*) in cui esse erano inserite[72].

Per altro verso, le passività in senso stretto sono sempre soggette a valutazione periodica, da effettuarsi con due metodi tra loro alternativi: il metodo del costo ammortizzato, nella maggior parte dei casi, o il *fair value*, laddove i principi contabili lo consentano. L'attuale assetto normativo, infatti, prevede che tutte le passività (in senso stretto) siano valutate al costo ammortizzato, eccettuate alcune categorie di esse valutate al *fair value*:

1. obbligatoriamente, per quelle passività classificate come detenute per la negoziazione, in quanto (a) sostenute al fine di riacquistarle a breve; (b) facenti parte di un portafoglio di negoziazione gestito in massa; (c) strumenti derivati;
2. facoltativamente (c.d. *fair value option*), per quelle passività (a) la cui valutazione al *fair value* elimini un *accounting mismatch* con altre attività o passività; (b) facenti parte di un gruppo di attività/passività gestite al *fair value* nell'ambito di una documentata politica di *risk management*; (c) che siano strumenti ibridi contenenti derivati incorporati (*embedded derivatives*) di cui non sia consentita (o possibile) la separazione.

Del *fair value* si è già, pur molto sommariamente, detto.

Il costo ammortizzato è, invece, più simile ai metodi propri della tradizione contabile italiana. Tale criterio prevede che al valore d'iscrizione iniziale dello strumento finanziario siano progressivamente sottratte – come nel sistema del costo storico proprio dell'ordinamento contabile nazionale – le quote di rimborso della sorte capitale, man mano che esse vengono effettivamente corrisposte dall'ente. Tale valore deve essere inoltre aumentato o diminuito dell'ammortamento finanziario periodale – calcolato con il metodo del tasso d'interesse effettivo, cioè quel tasso per cui il valore attuale di tutti gli incassi e tutti i pagamenti sia pari a zero – della differenza tra valore iniziale e valore finale (contrattualmente previsto) dello strumento finanziario[73].

La più vistosa differenza tra i due criteri di valutazione delle passività finanziarie consiste nel fatto che il *fair value*, come già rilevato, è sensibile a variazioni (positive o negative) dei parametri di mercato,

[71] Tale affermazione perde la sua validità la maggior parte delle volte in cui il corrispettivo dello strumento sia costituito da beni diversi dal denaro, nonché nei casi in cui i principi contabili consentano la rilevazione di difformità tra il *fair value* dello strumento e quello del corrispettivo ricevuto, dando luogo alla formazione di *zero day profits/losses*.

[72] Ne sono un esempio le opzioni di conversione contenute nelle obbligazioni convertibili o le opzioni *put* o *call* contenute nelle azioni, nella misura in cui esse siano classificabili come componenti del netto ai sensi dello IAS 32.

[73] Utili indicazioni in tal senso sono contenute, oltre che nel principio IAS 39 e nella letteratura già citata *supra*, nt. 66, anche nella *Guida Operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)* dell'OIC-Organismo Italiano di Contabilità, disponibile alla sezione documenti del sito internet http://80.207.146.178/

mentre il costo ammortizzato si basa sui flussi previsti dalle pattuizioni contrattuali, senza che altri fattori possano alterarne l'ammontare. Tra tali fattori, uno dei più importanti elementi (se non il principale) per la valutazione del rischio finanziario di uno strumento è certamente il merito di credito dell'emittente. Attraverso la valutazione al *fair value*, pertanto, le passività emesse dalle imprese divengono sensibili (tra le altre cose, anche e soprattutto) alla variazione dell'*own credit risk*, sicché (in maniera alquanto controintuitiva) l'ammontare dell'indebitamento diminuirà ogni qualvolta sia accresciuto il rischio di *default* dell'emittente e aumenterà nel caso opposto. Per evitare tale effetto peculiare della valutazione al *fair value*, particolarmente avversato dalla BCE e dalle autorità europee di vigilanza bancaria, la Commissione europea ha omologato il principio IAS 39 stralciando da esso quelle disposizioni che consentivano l'esercizio della *fair value option* per ogni tipo di passività (in senso stretto); di conseguenza, nel giugno del 2005 lo IASB si è visto costretto a modificare lo IAS 39, riducendo le possibilità di esercizio della *fair value option* e pervenendo all'attuale assetto normativo, che si è tentato riassumere in precedenza.

L'attuale crisi finanziaria e il recente (e conseguenziale) progetto di revisione degli *standards* sugli strumenti finanziari[74] sembrano poter rimettere in discussione le scelte sin oggi operate in merito alla contabilizzazione dell'*own credit risk*. Il 18 giugno 2009, infatti, lo IASB ha pubblicato un *Discussion Paper* intitolato "*Credit Risk in Liability Measurement*", attraverso il quale si intende ridiscutere la possibilità di introdurre una tecnica di valutazione dell'*own credit risk* per tutte le passività (in senso stretto), siano esse valutate al *fair value* o al costo ammortizzato, con la dichiarata intenzione di migliorare l'informativa di bilancio sul rischio di credito degli enti che applicano gli IAS/IFRS. Malgrado una certa resistenza che ancora traspare dall'esame delle *comment letters* successive alla pubblicazione di suddetto documento[75], anche istituzioni di primaria importanza (come la IOSCO[76]) sembrano considerare utile, ai fini della prevenzione di future crisi finanziarie e di contagi sistemici, che i bilanci IAS/IFRS possano fornire (anche) tali informazioni.

Al fine di verificare la portata di tali innovazioni e, più in generale, gli effetti della valutazione al *fair value* sulle regole organizzative basate sulle grandezze di bilancio, si è realizzato il modello stocastico descritto nel successivo paragrafo.

Illustrazione del modello matematico

Al fine di illustrare le conseguenze dell'applicazione dei principi contabili IAS/IFRS, in particolare per quel che concerne l'iscrizione degli strumenti finanziari al passivo dello stato patrimoniale, è stato realizzato un modello matematico che ne simulasse il comportamento e ne verificasse le determinanti principali. Obiettivo di tale analisi non è certamente quello di ottenere una misura rigorosa di tali effetti[77], bensì quello di esaminarne qualitativamente i risultati e pervenire a una sintesi complessiva che agevoli l'interpretazione delle norme che contemplano grandezze di bilancio quali elementi delle rispettive fattispecie. In particolare, attraverso le formule si vuole confrontare il comportamento dinamico del bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali con quello del bilancio civilistico, per evidenziare le profonde differenze introdotte dalla valutazione al *fair value* e indagare le ricadute in tema di classificazione degli strumenti finanziari e di disciplina del netto indisponibile.

[74] Di cui si è fatta menzione *supra*, nt. 67.
[75] Specie da parte delle autorità di vigilanza bancaria.
[76] Cfr. la *comment letter* da essa sottoscritta, disponibile sul sito http://www.iasb.org/.
[77] Risultato cui ci si può approssimare rimuovendo alcune assunzioni del modello e inserendo ulteriori variabili che descrivano dei comportamenti non considerati.

Più in generale, la necessità di approntare siffatto sistema di valutazione deriva dal desiderio di individuare il nucleo fondamentale dei principi (a un tempo) economici e giuridici in tema di distinzione degli strumenti di *equity* dagli strumenti d'indebitamento, al fine di interpretare le norme civilistiche e i principi contabili in senso a esso conforme. Così facendo, non soltanto si potrà migliorare la capacità informativa dei bilanci annuali, offrendo ai fruitori una distinzione tra *equity* e *debt* altamente significativa e fondata su un ben definito insieme di principi, ma si potranno ad essi ancorare tutte quelle norme che vincolano – in varia misura – porzioni più o meno ampie del netto "a garanzia" dei crediti sociali.

Il modello che, in primissima battuta, è sembrato maggiormente aderente alla dogmatica giuridica e ai tradizionali dettami della ragioneria e dell'economia aziendale, è di tipo deterministico e patrimoniale. Pur con qualche approssimazione, infatti, le determinanti essenziali degli strumenti finanziari emessi dalle società di capitali (ed in particolare dalla SpA) possono essere inferite a partire dalla ben nota identità fondamentale dello stato patrimoniale. Alla regola base, infatti, dell'uguaglianza tra valore complessivo delle attività e valore complessivo delle passività si affianca quella della residualità del netto, sicché quest'ultimo è tradizionalmente definito proprio come differenziale positivo che residua dopo aver sottratto il valore dell'indebitamento dall'ammontare delle attività.

In formule, valga la seguente rappresentazione:

$$S = V - D \tag{1}$$

dove, banalmente, sia *S*, l'ammontare del netto; *V*, il valore dell'impresa e *D*, il valore nominale del debito.

L'ammontare dell'indebitamento è – in tale sistema – indipendente dalle vicende proprie dell'impresa sociale sicché, salvo un accordo novativo con i creditori, gli amministratori non sono autorizzati a ridurre la quota di debito iscritta in bilancio pur se (in tutto o in parte) vi sia la concreta possibilità che questo non venga onorato. Soltanto dopo che sia pronunciata la sentenza dichiarativa del fallimento è possibile riconoscere (anche nelle scritture contabili e nei bilanci annuali redatti dalla curatela) l'esistenza di poste negative ulteriori rispetto alle sole passività: tradizionalmente, ci si riferisce ad esse come ai "costi del fallimento". Nel modello, si è scelto di approssimarli con la somma di due componenti distinti: un elemento esogeno (Ξ), che rappresenta l'insieme dei *costi fissi*[78] d'insolvenza, come (ad esempio) le spese della procedura e i compensi degli organi e dei legali delle parti; una certa percentuale (θ) dell'attivo in liquidazione, che riproduce quella parte degli *assets* il cui valore sarà irrimediabilmente compromesso nel passaggio dal criterio del *going concern* a quello della *liquidation* (ad esempio, il valore degli *intangibles* e dell'avviamento). In formule i costi d'insolvenza sono pari a

$$IC = \Xi + \theta\, V \tag{2}$$

Nel complesso, il modello assume questa forma:

$$\begin{cases} S = V - D, \;\; IC = 0 \;\; Per\, V > D \\ D = V - IC, \;\; S = 0 \;\; Per\, V < D \end{cases} \tag{3}$$

Pur nella sua semplicità e con alcune carenze che saranno immediatamente evidenziate, si ritiene che questo modello matematico sia idoneo a rappresentare le principali caratteristiche del bilancio civilistico.

[78] Non si richiede, in verità, che tali costi debbano necessariamente corrispondere a una somma fissa, ma soltanto che siano esogeni, cioè indipendenti (quanto meno nell'ordine di grandezza) dall'ammontare delle attività in liquidazione.

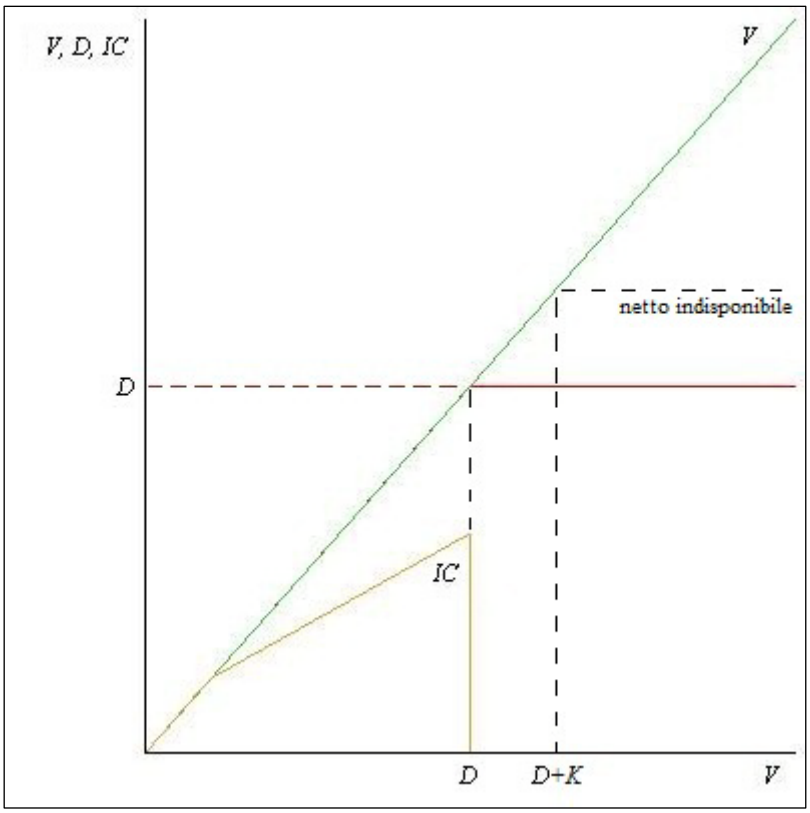


Figura 1: modello deterministico-patrimoniale

La Figura 1 sintetizza graficamente tali caratteristiche, cui si ritiene di non dover dedicare più di qualche cenno: essa illustra la "ripartizione ideale" dell'attivo patrimoniale tra i titolari di differenti *claims* (siano essi finanziatori, come soci e creditori sociali, ovvero altri soggetti cui la legge riconosca il beneficio della prededuzione), in base all'ammontare complessivo del valore delle attività. Analizzando il grafico, è possibile evidenziare la peculiarità propria del netto (l'area compresa tra la linea in verde e quella in rosso), il cui valore è sensibile a variazioni dell'ammontare delle attività *soltanto in condizioni di solvibilità*, rimanendo costantemente pari a zero in caso d'insolvenza[79]; viceversa, le passività costituiscono una soglia certa (cioè deterministica) che si mantiene costante finché la società debitrice ha i mezzi patrimoniali per adempiere le proprie obbligazioni. Quando quest'ultima condizione non sia più realizzata, il valore delle passività cessa di mantenersi costante, dacché oltre ad essere – come già si ricordava – decurtato dai costi dell'insolvenza, diviene soprattutto *sensibile alla variazione del valore dell'impresa in liquidazione*: di qui la comune considerazione che l'insolvenza trasli il rischio d'impresa sui creditori sociali. La formalizzazione adottata, inoltre, riflette un'ulteriore caratteristica del bilancio redatto secondo i principi del codice civile: il valore delle passività e del netto non risente (contabilmente) del rischio d'impresa o della possibilità di comportamenti opportunistici degli amministratori (c.d. *moral hazard*, non riscontrabile, al pari delle asimmetrie informative, in un modello puramente deterministico), che potrebbero agire in modo da aumentare il ritorno economico (atteso) dei soci a scapito delle ragioni creditorie.

Il modello adottato, nondimeno, presenta due criticità, che possono essere superate soltanto con qualche sforzo di approssimazione. Per un verso, le formule proposte non attribuiscono alcun peso (ed è considerazione comune a *tutti* i modelli matematici proposti nel presente lavoro) ai diritti amministrativi propri degli strumenti finanziari di cui si sta indagando la natura e i criteri di classificazione in bilancio.

[79] Caratteristica, questa, che ovviamente deriva dalla responsabilità limitata riconosciuta dagli artt. 2325 e 2462 cod. civ.

Quale che sia la rilevanza dei diritti di *voice* per la qualificazione degli strumenti finanziari previsti dall'ordinamento, si è scelto di non integrarli nelle formule – oltre che per la difficoltà tecnica di una tale operazione – principalmente perché i criteri contabili (nazionali e internazionali) non contemplano alcuna disposizione che dia esplicita rilevanza a tali diritti[80]. Per altro verso, il modello patrimoniale adottato presupporrebbe una nozione d'insolvenza anch'essa ancorata a dati patrimoniali, e in definitiva differente da quella prevista dall'art. 5 della Legge fallimentare: com'è noto, infatti, il presupposto oggettivo del fallimento non si basa sul mero divario contabile tra poste dell'attivo e del passivo, ma su una condizione di squilibrio economico-finanziario, talché l'imprenditore non è più strutturalmente in grado di reperire risorse liquide per adempiere con regolarità alle proprie obbligazioni[81]. Per approssimare le formule matematiche alla *ratio* del menzionato art. 5, si potrebbero prendere in considerazione, in luogo dei valori contabili, i valori attuali delle grandezze di bilancio considerate nella (1), in modo da sostituire al dislivello contabile-patrimoniale, un più significativo indice dello squilibrio finanziario dell'impresa[82]. Si è scelto di non adottare tale metodologia perché da un lato i criteri contabili (specialmente quelli nazionali) limitano la possibilità di iscrivere all'attivo patrimoniale cespiti che rappresentino il valore attuale dei futuri *cash flow* attesi, senza che a tali cespiti corrisponda un valore di scambio certo ed attuale (magari misurato al costo); dall'altro, malgrado la profonda differenza tra una rappresentazione di tipo finanziario e una patrimoniale, può ritenersi che quest'ultima possa descrivere (qualitativamente e) con altrettanta efficacia il bilancio redatto secondo i principi del codice civile, considerato che squilibri finanziari e patrimoniali sono destinati, alla lunga, a convergere.

Il modello è stato successivamente alterato al fine di riflettere gli effetti di un'applicazione generalizzata del *fair value* agli strumenti finanziari emessi dalle società che adottano i principi contabili IAS/IFRS. In quanto, come già indicato, «*corrispettivo* al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili»[83], il criterio del *fair value* riflette l'ipotetica valutazione del mercato finanziario su tali strumenti, sicché il valore appostato in bilancio può essere anche molto diverso da quello previsto dalle regole del codice civile, specie per quanto concerne le variazioni successive alla sottoscrizione delle passività[84]. Il prezzo di mercato, in particolare, è

[80] Questo non significa che il criterio del *fair value*, in quanto prezzo (molto spesso teorico) di scambio tra parti indipendenti, non possa consentire che il valore economico dei diritti amministrativi condizioni la valutazione (e dunque anche la classificazione) degli strumenti che incorporano tali diritti.

[81] Interpretazione assolutamente maggioritaria tanto in dottrina quanto in giurisprudenza: cfr., *ex multis*, NIGRO, *sub. art. 5*, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di Nigro e Sandulli, Torino, 2006, 20; SANDULLI, *sub. art. 5*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di Jorio e Fabiani, Bologna, 2006, 90 ss.; CAPO, *I presupposti del fallimento*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali*, a cura di Fauceglia e Panzani, Torino, 2009, 62-65 e nt. 228; TERRANOVA, *Lo stato d'insolvenza*, in *Le procedure concorsuali. Il Fallimento. Trattato* diretto da Ragusa Maggiore e Costa, Torino, 1997, 221 ss.; VASSALLI, *Diritto fallimentare*, Torino, 1994, 82 ss. In giurisprudenza cfr., Cass. 27 febbraio 2001, n. 2830, in Mass., 2001; Cass., 1 dicembre 2005, n. 26217, in Mass., 2006, 211.

[82] In formule, si tratterebbe di sostituire al valore nominale del debito (D), il suo valore attuale (immaginando che il credito sia assimilabile a uno Zero Coupon Bond, il suo valore attuale sarebbe $D\, e^{-r\, t}$, dove r è il tasso d'interesse composto continuamente relativo a crediti di analogo rischio e t è il tempo che separa dalla scadenza dell'obbligazione); analogamente si dovrebbe sostituire al valore contabile delle attività (V), il valore attuale dei flussi di cassa attesi ($\sum_j e^{-r\, t_j}\, E(CF_j)$, dove $E(CF_j)$ è il flusso di cassa atteso relativo al – futuro – periodo j). In tal modo, il totale dell'attivo sarebbe sostituito dal valore attuale dei futuri flussi di cassa e diverrebbe così rappresentativo della misura massima di credito che il sistema finanziario potrebbe concedere all'imprenditore (nell'ipotesi – soltanto teorica – che l'intero finanziamento delle attività possa essere costituito da debito). Malgrado la maggiore sofisticazione del modello, non si perverrebbe comunque a risultati qualitativamente dissimili da quelli illustrati in Figura 1.

[83] Cfr. IAS 39, par. 9.

[84] La valutazione iniziale d'una passività misurata al *fair value*, salva la presenza di *zero-day profits/losses*, coincide con il corrispettivo effettivamente versato per la sua sottoscrizione, cioè con il suo costo comprensivo di accessori. Cfr. IAS

sensibile alle variazioni del rischio dell'investimento, tanto che la Guida operativa del principio IAS 39 – che ne costituisce parte integrante – si preoccupa di indicare alcuni elementi che, senza pretesa d'esaustività, dovranno essere considerati dai redattori del bilancio affinché la ricostruzione del *fair value* rispecchi una corretta valutazione dei rischi[85]. Le formule matematiche sono state, dunque, modificate per incorporare il rischio dell'investimento nella valutazione degli strumenti finanziari emessi dall'impresa; in particolare, si è ritenuto ci si dovesse concentrare sulla realizzazione di un sistema di calcolo del rischio di credito, dacché questo è il principale fattore che vale a distinguere gli strumenti rappresentativi del netto dagli strumenti d'indebitamento. Malgrado lo stato attuale della normativa non preveda, come già ricordato[86], un utilizzo così ampio della valutazione al *fair value* per ogni tipo di passività (e in particolare una generalizzata stima dell'*own credit risk*), si ritiene comunque che il modello consenta di cogliere gli effetti degli IAS/IFRS per tutti quegli elementi del passivo già attualmente misurati al *fair value*, permettendo inoltre una più coerente analisi delle proposte di modifica che lo IASB ha al momento in discussione. Viceversa, ulteriori componenti d'una corretta misura del rischio, quali il rischio di prezzo, di tasso o di liquidità, non sono stati considerati, perché non ritenuti adeguatamente significativi d'una distinzione tra *equity* e *debt*[87].

La cornice concettuale per realizzare tale lavoro è dunque quella del *risk management*, e in particolare il modello di valutazione dei *contingent claims* introdotto negli anni '70 e noto come *option pricing model*[88]. Le formule matematiche utilizzate, i cui dettagli sono contenuti nell'Appendice matematica che accompagna questo lavoro, descrivono un passivo di bilancio il cui contenuto è intrinsecamente stocastico e finanziario: ciascuna componente del passivo e del netto incorpora la probabilità del *default* dell'impresa e, di conseguenza, il rischio che il credito non venga onorato a scadenza, decurtando il valore atteso del debito quando l'insolvenza sia più probabile. Per ottenere ciò, è stato in primo luogo individuata una coppia di processi stocastici che descrivesse la struttura dinamico-probabilistica del valore complessivo dell'impresa sociale (*entity value*), per poi successivamente applicarla alle relazioni di bilancio sin qui descritte. I due processi si differenziano per la circostanza che uno di essi considera (e misura) l'effetto delle regole d'indisponibilità di parte dell'*equity* (c.d. sistema del netto) sulla probabilità di *default* dell'impresa, sicché può essere utilizzato per simulare le conseguenze dell'applicazione del *fair value* sui bilanci delle imprese europee, per le quali l'art. 15 della Seconda direttiva comunitaria prevede le note limitazioni alla possibilità di effettuare distribuzioni ai soci. L'altro processo stocastico, viceversa, ignora l'esistenza di vincoli d'indisponibilità legati a relazioni quantitative tra il netto e il valore complessivo delle attività, sicché può essere utilizzato per simulare i bilanci delle imprese che non applicano regole analoghe alla Seconda direttiva (come le *corporations* nordamericane o le britanniche *private companies*).

39, par. 43; PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Principi contabili internazionali e nazionali*, Torino, 2007, 683; TOSELLI, ROTA, *Gli strumenti*, *cit.*, 16; CARATOZZOLO, *Il bilancio, cit.*, 738.

[85] Cfr. IAS 39, par. AG82. Tra tali elementi spiccano, in particolare: il valore temporale del denaro; il rischio di credito; il tasso di cambio; il prezzo degli strumenti rappresentativi di capitale; la volatilità; i costi di servizio di un'attività o passività finanziaria. In senso conforme cfr. anche il principio IFRS 7, parr. 31 ss.

[86] Cfr. *supra*, par. precedente, ove anche indicazioni in merito alle attuali proposte di modifica dei criteri contabili.

[87] Le formule adottate, in ogni caso, sono passibili di successive manipolazioni al fine di ricomprendere anche questi ulteriori profili di rischio.

[88] Su cui cfr. almeno BLACK, SCHOLES, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in *Journal of Political Economy*, 81 (1973), 637-659; MERTON, *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*, in *Journal of Finance*, 29 (1974), 449-470; BLACK, COX, *Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions*, in *Journal of Finance*, 31 (1976), 351-368; LELAND, *Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure*, in *Journal of Finance*, 49 (1994), 1213-1252; LELAND, *Agency Costs, Risk Management and Capital Structure*, in *Journal of Finance*, 53 (1998), 1213-1243.

I due processi poggiano su un nucleo comune di presupposti teorici, che possono essere brevemente sintetizzati. I modelli utilizzano i principi della valutazione neutrale al rischio[89] per descrivere la (probabile futura) variazione del valore dell'impresa come somma di due componenti: uno deterministico (*drift*), in base al quale suddetto valore tenderebbe a crescere in modo proporzionale ad un tasso (r) che per semplicità si suppone essere costante[90]; uno probabilistico, che introduce deviazioni casuali dalla tendenza costituita dal *drift* deterministico. Ancora per semplicità si suppone che la sensibilità del processo alle deviazioni casuali sia costante e proporzionalmente pari a σ (parametro rappresentativo del rischio d'impresa), e che tali deviazioni si distribuiscano in maniera gaussiana[91]. L'effetto delle norme giuridiche relative al sistema del netto si esplica (in uno dei due modelli) sul *drift* del processo, condizionando la possibilità effettuare distribuzioni ai soci ad un tasso (d) costante[92], alla circostanza che il valore dell'impresa sia superiore alla somma del valore nominale del debito (D) e del netto indisponibile (K). Come già indicato, l'altro processo considera, semplicemente, che il *dividend yield* sia una costante cui non è apposta alcuna condizione o limitazione. In definitiva, essi assumono la forma indicata in Appendice, *sub* A.1 e A.30.

Le formule matematiche adottate potranno, in futuro, essere ulteriormente sviluppate. In particolare, il modello non considera (ancora una volta) la rilevanza di diritti amministrativi relativi agli strumenti finanziari esaminati, né la possibilità che norme sulla responsabilità (civile o penale) degli amministratori inducano comportamenti differenti (e più prudenziali) da quelli determinati nel *drift* del processo. Ancora, il modello non prevede che possano essere commesse infedeltà patrimoniali.

Prima di verificare le implicazioni del modello sul contenuto e sulla disciplina di bilancio è forse utile, dacché le formule lo consentono, effettuare qualche considerazione generale sul sistema del netto. Dalla suesposta formalizzazione dei processi stocastici, infatti, è possibile ricavare (con le tecniche indicate in Appendice) la funzione di densità di transizione di ciascun processo, così da ottenere una misura della probabilità d'insolvenza.

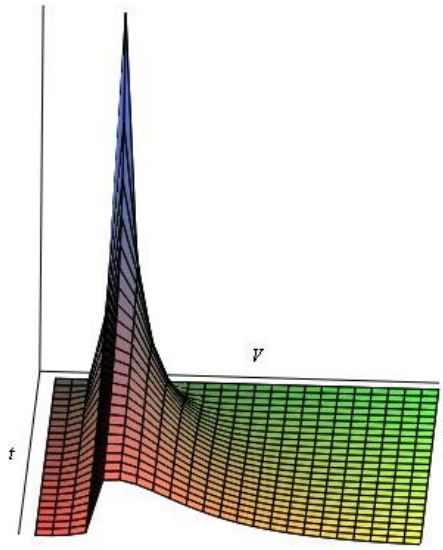
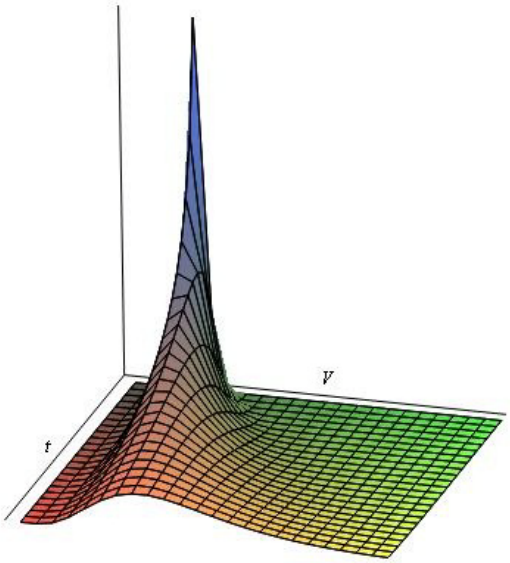
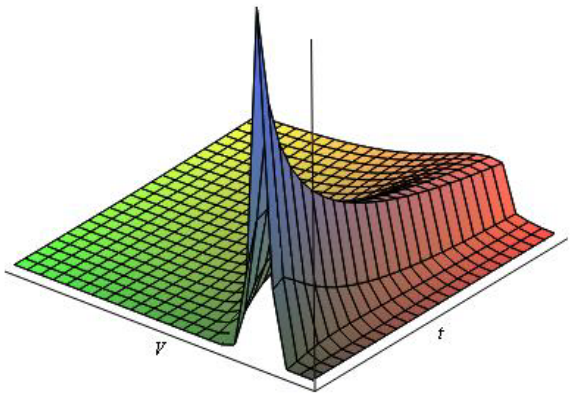
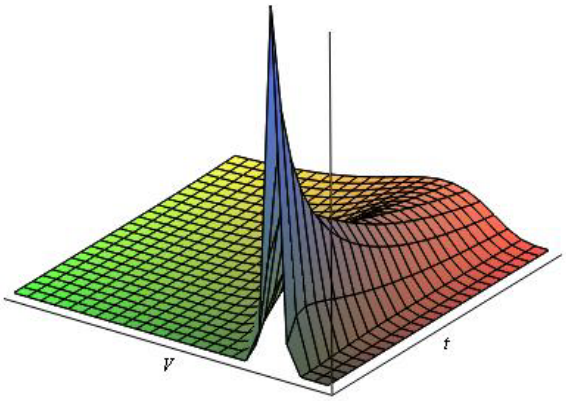
[89] Su cui cfr. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, 2009, 249 ss., 303 ss., 671 ss., 805 ss.; RUBINSTEIN, *Derivati*, Milano, 2005, 9 ss.; con maggior approfondimento matematico cfr. PASCUCCI, *Calcolo stocastico per la finanza*, Milano, 2008, 7 ss., 277-279, 377 ss.

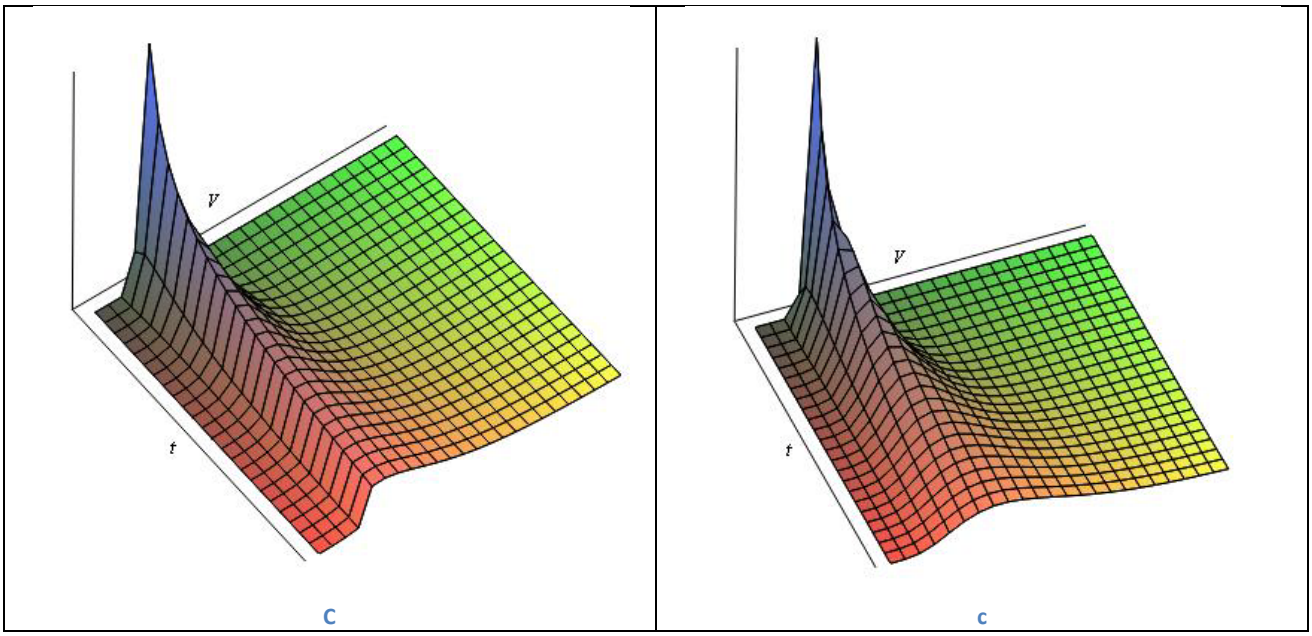
[90] L'idea alla base di tale formalizzazione è che se l'impresa genera utile, si può supporre che il suo valore cresca a un tasso (medio) costante pari alla differenza tra l'utile prodotto e quello distribuito. Secondo i principi di valutazione *risk-neutral*, il tasso di redditività (che attualizza il *risk-neutral expected value*) è uguale al *risk-free rate*. Per semplicità si assume che esso sia costante, malgrado si possa rimuovere quest'ipotesi per verificare l'effetto di tassi d'interesse variabili. Inoltre, come già accennato il modello suppone che non vi sia rischio di tasso; anche tale assunto può essere rimosso includendo tassi stocastici in luogo del *risk-free rate*.

[91] Con ciò non si pretende, in verità, che le variazioni dei valori di mercato si distribuiscano effettivamente in maniera normale o log-normale. Il processo può contemplare anche differenti funzioni di distribuzione, nonché volatilità variabili o stocastiche.

[92] Sebbene non sia del tutto realistico immaginare che il tasso di distribuzione sia sempre costante, si può supporre che gli amministratori tendano a scegliere un (unico) tasso medio di lungo periodo su cui basare la politica dei dividendi. Valgano anche per il *dividend yield* le considerazioni già effettuate *supra*, nt. 90.

Probability surfaces
In quota è indicata la probabilità che al futuro tempo t l'impresa avrà valore V

Processo "europeo" (con sistema del netto)	Processo "nordamericano" (senza sistema del netto)
 A	 a
 B	 b



Come si evince dall'esame della figura che precede, rispetto a un sistema in cui non vi siano regole di conservazione del capitale sociale, il "sistema del netto" agisce riducendo la probabilità che, con il passare del tempo, l'*entity value* sia inferiore a un determinato valore soglia (pari alla somma dell'indebitamento e del patrimonio indisponibile): il modello consente la misurazione di tal effetto e, dall'analisi del suo comportamento probabilistico in diversi scenari, è possibile inferire alcune caratteristiche del sistema del netto.

L'efficacia della regola prevista dall'art. 15 della Seconda direttiva, infatti, sembra essere particolarmente sensibile alle condizioni di fatto in cui essa si trova ad operare. Com'è prevedibile, infatti, tale efficacia dipende – oltre che dall'entità del netto indisponibile – (anche) dalle scelte di politica dei dividendi effettuate dal consiglio di amministrazione (per quanto di sua competenza, specie in tema di acconti sui dividendi) e dall'assemblea (per quel che concerne la distribuzione dell'utile di bilancio): poiché nel modello il valore del netto indisponibile condiziona la possibilità di distribuzione ai soci, è evidente che (a) valori troppo bassi della soglia rendano il sistema del netto scarsamente efficace; (b) politiche di distribuzione del netto molto prudenziali rendano il sistema superfluo.

Il modello indica altresì che la probabilità di *default* si riduce con l'aumentare della soglia d'indisponibilità. Tuttavia, quando quest'ultima raggiunge il valore dell'indebitamento, la probabilità d'insolvenza tocca il suo livello minimo, con la conseguenza che ulteriori vincoli alla possibilità di effettuare distribuzioni ai soci risultano superflui, in quanto non riducono la probabilità d'insolvenza medesima. In altre parole, qualunque valore sia stabilito per il netto indisponibile, esso sarà superfluo, perché non inciderà sulla *probability of default*: l'unica regola in tal senso efficace, in base al modello, è quella che vieta distribuzioni ai soci quando il valore delle attività sia inferiore al valore nominale dell'indebitamento. Valori di netto indisponibile diversi da zero non incidono sulla probabilità d'insolvenza.

L'efficacia del sistema del netto, inoltre, dipende particolarmente dal fatto che il parametro che misura il rischio d'impresa non assuma valori estremi, siano essi troppo bassi o troppo alti.

Tutte queste considerazioni trovano riscontro nell'esame delle successive Tabelle 1-2, ove vengono confrontate le distribuzioni di probabilità del processo "europeo" (in rosso) e di quello "nordamericano" (in

verde) in scenari diversi e con differenti riferimenti temporali. Da un lato, la probabilità che l'*entity value* assuma valori inferiori alla soglia del netto indisponibile è, in generale, sempre minore nel processo "europeo" rispetto a quello "nordamericano"; dall'altro, tale effetto di contenimento del rischio si riduce per bassi valori del netto indisponibile o del parametro d; soprattutto, quando il rischio d'impresa (σ) supera un determinato valore critico, il sistema del netto non è più in grado di contenere efficacemente il rischio d'insolvenza, che nel tempo cresce proporzionalmente al valore di σ. È dunque necessario che per attività d'impresa particolarmente rischiose ci si concentri su regole ulteriori – specie quelle in tema di responsabilità degli organi sociali – che possano contenere più efficacemente eccessi di rischio per i creditori sociali e scongiurare comportamenti opportunistici in danno di questi ultimi.

Tabella 1: confronto tra le dinamiche di probabilità dei due processi in differenti scenari e con moderata distribuzione degli utili

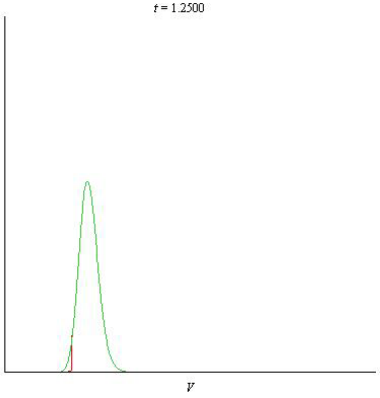
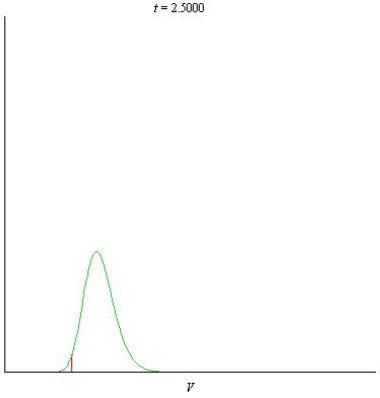
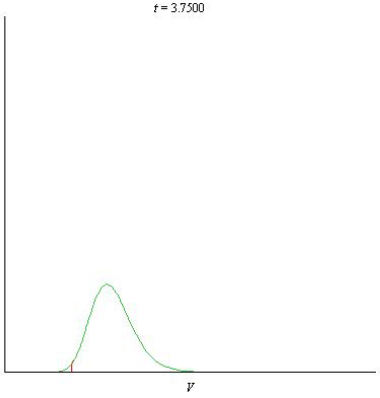
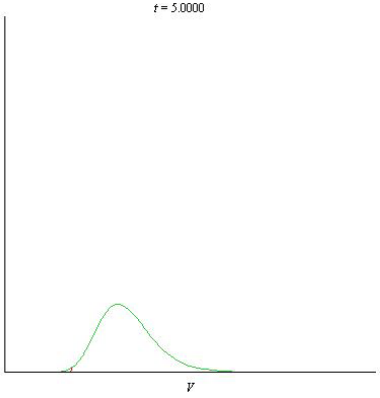
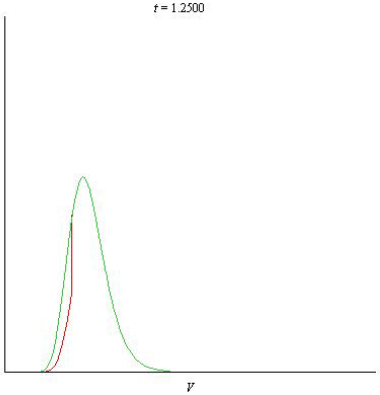
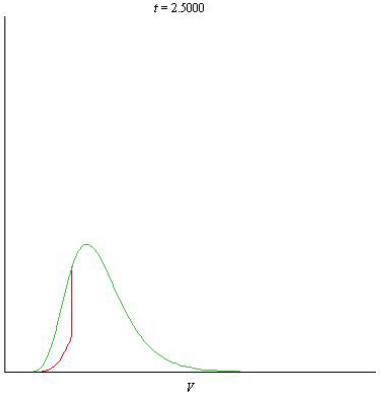
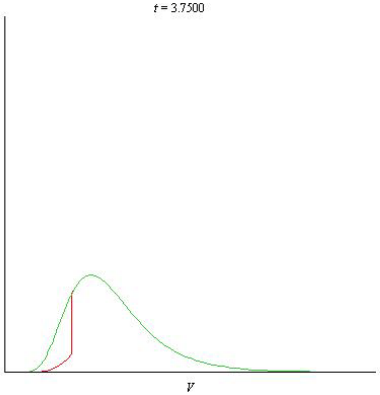
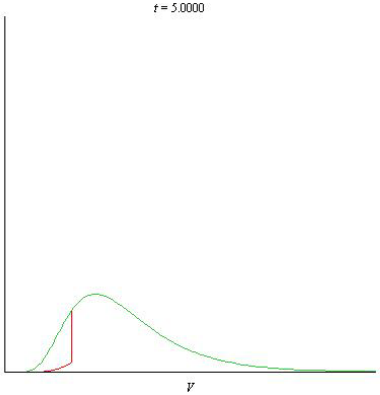
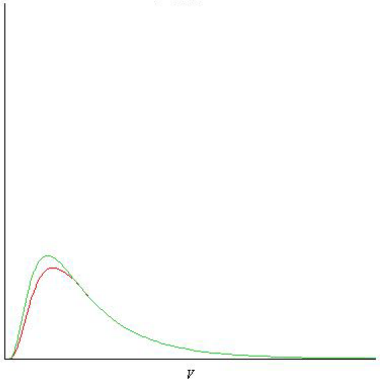
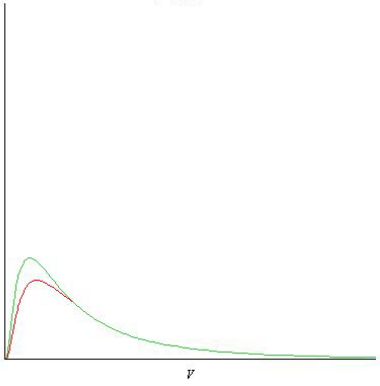
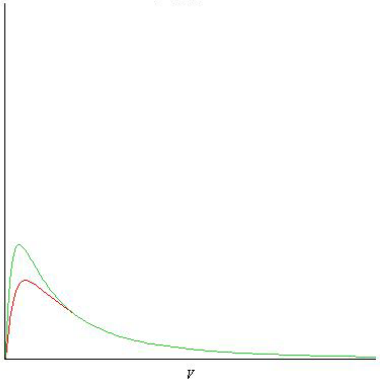
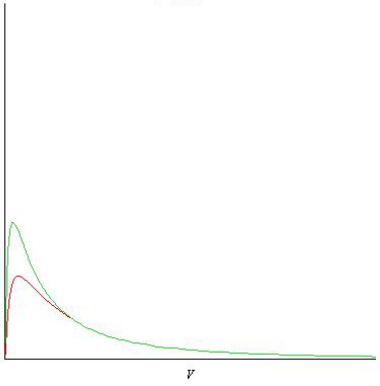
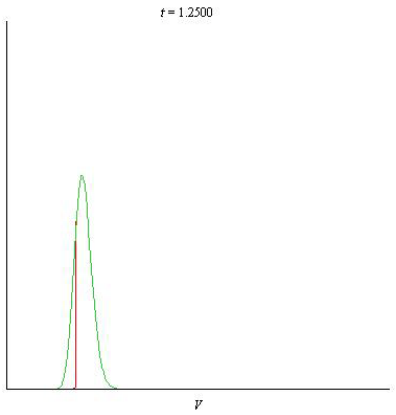
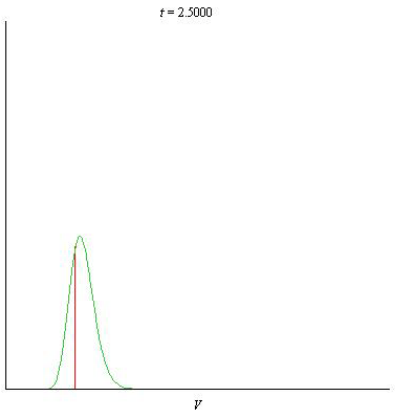
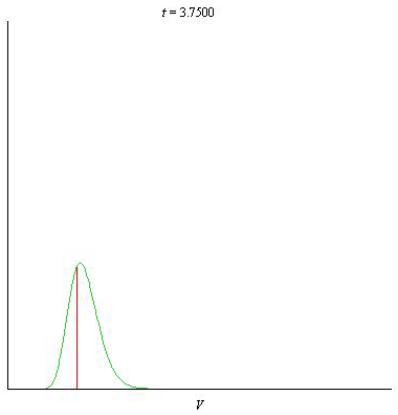
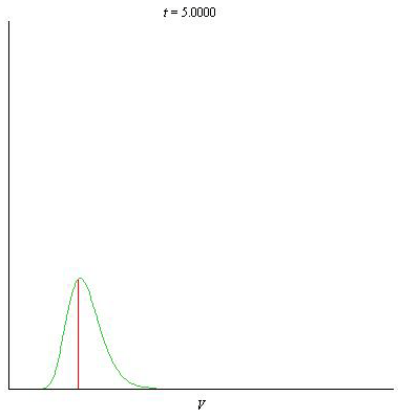
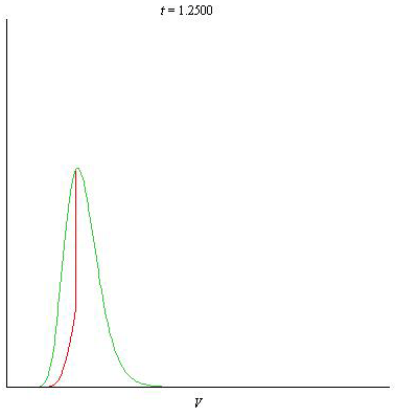
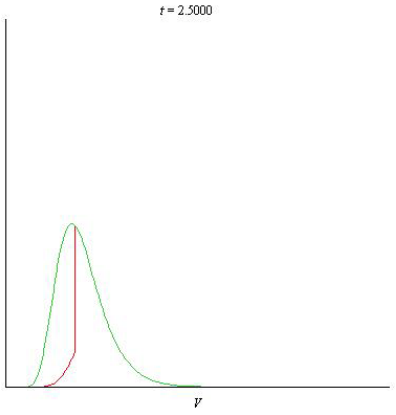
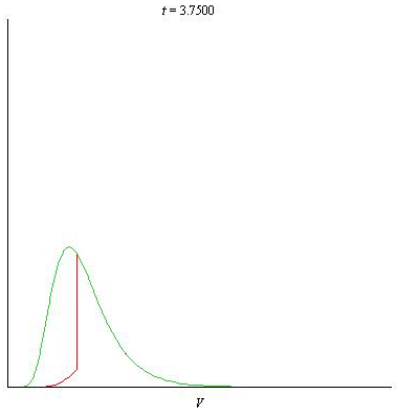
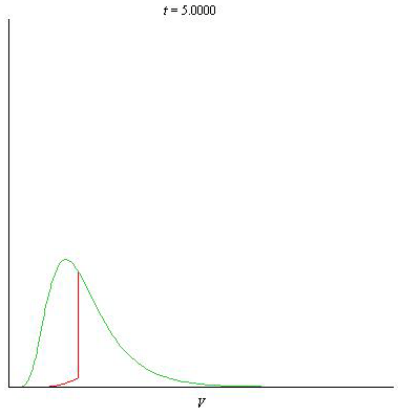
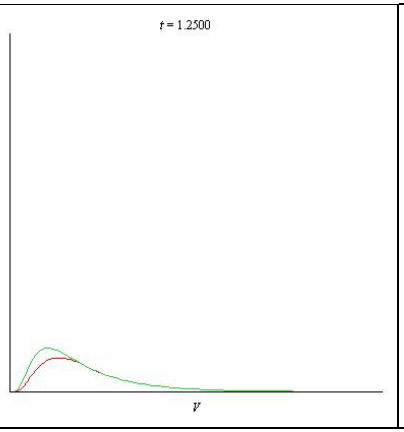
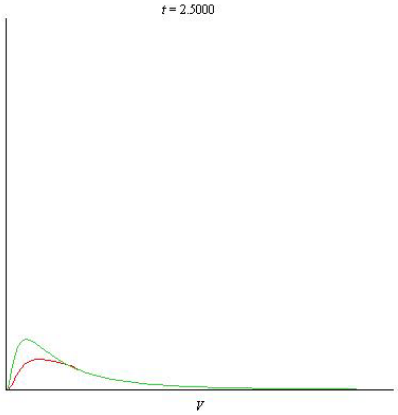
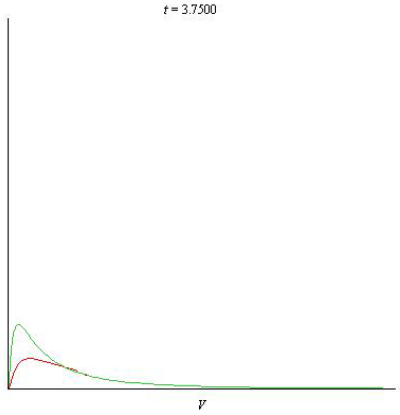
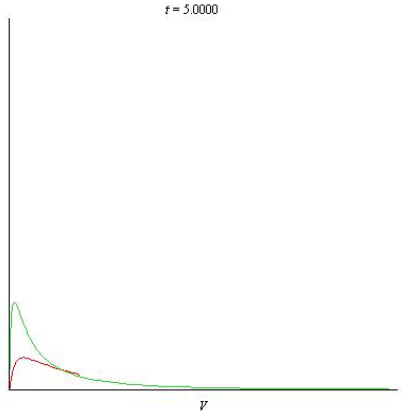
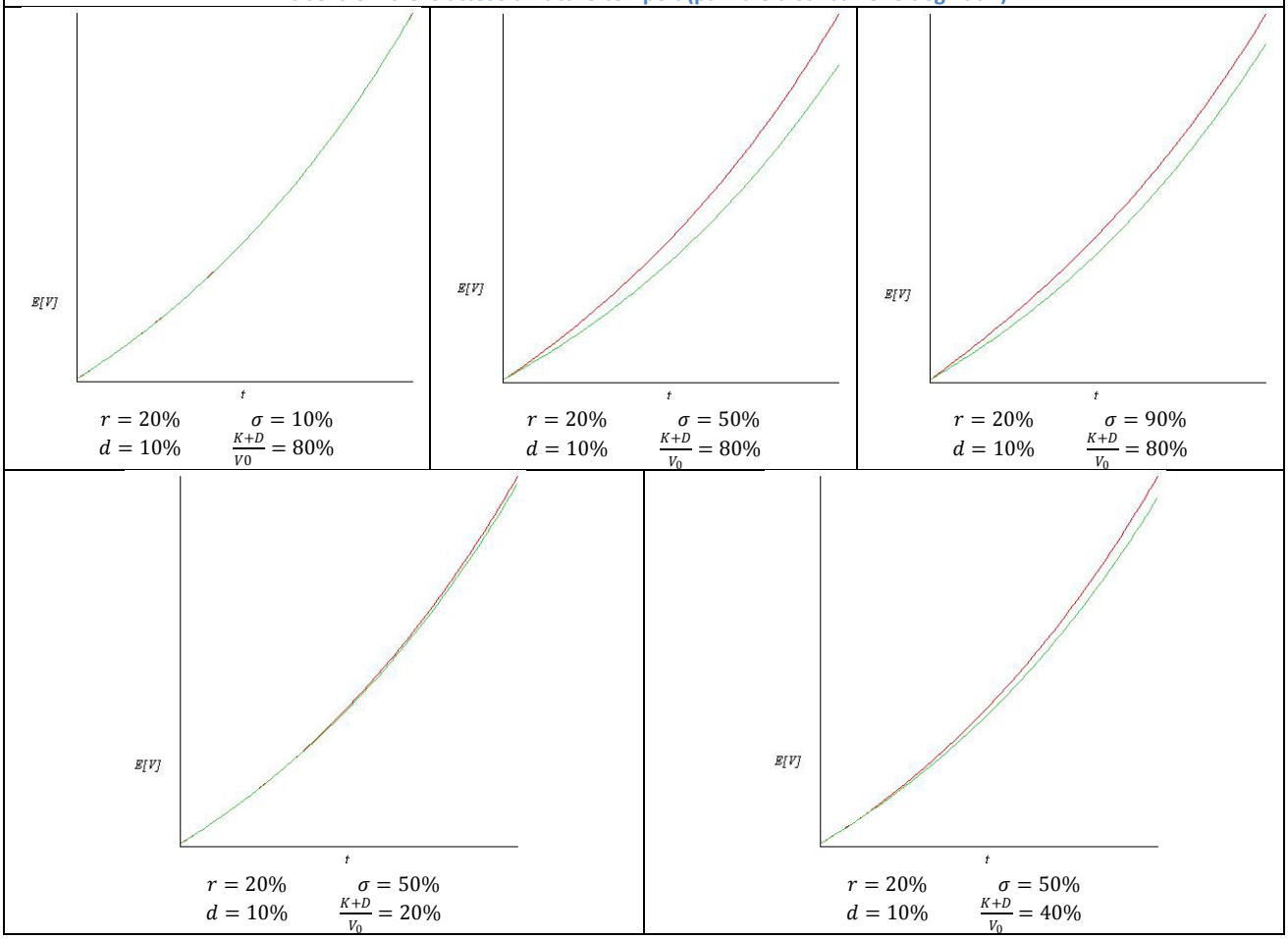
$r = 20\%$ $\sigma = 10\%$ $d = 10\%$				
$r = 20\%$ $\sigma = 20\%$ $d = 10\%$				
$r = 20\%$ $\sigma = 60\%$ $d = 10\%$				

Tabella 2: confronto tra le dinamiche di probabilità dei due processi in differenti scenari e con integrale distribuzione degli utili

$r = 20\%$ $\sigma = 10\%$ $d = 20\%$				
$r = 20\%$ $\sigma = 20\%$ $d = 20\%$				
$r = 20\%$ $\sigma = 60\%$ $d = 20\%$				

Quale ulteriore indagine, il modello consente il confronto dei momenti primi[94] dei due processi.

Tabella 3: valore atteso al futuro tempo t (parziale distribuzione degli utili)



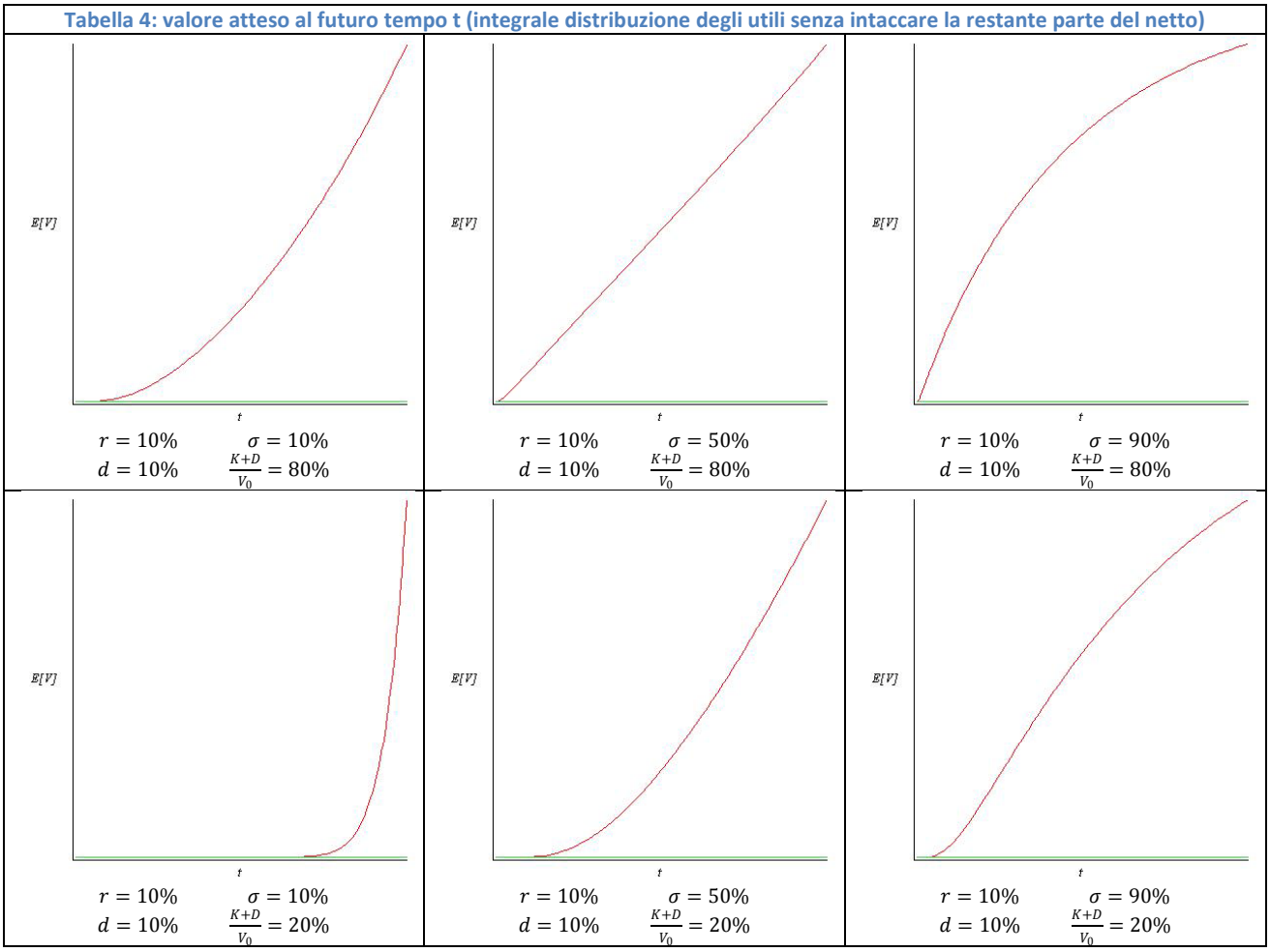
La Tabella 3 mostra[95] il valore atteso dei due processi stocastici per ogni futuro istante di tempo t, cioè il valore che, in media, si ritiene che l'*entity value* assumerà tra t periodi; l'analisi è condotta per differenti scenari, tutti accomunati dal fatto che la politica dei dividendi adottata dagli organi sociali prevede una distribuzione parziale dell'utile di bilancio, con conseguente crescita del valore complessivo delle attività (per effetto dell'autofinanziamento). Com'è evidente, per effetto del sistema del netto il processo "europeo" cresce a un tasso sempre superiore rispetto al processo "nordamericano": lo *spread* è tanto più ampio quanto più incisivo è l'effetto delle regole di conservazione del netto indisponibile, cioè per valori più alti della soglia d'indisponibilità e/o per valori "intermedi" del rischio d'impresa.

Analogamente, la successiva Tabella 4 analizza i valori attesi nel caso in cui gli organi sociali scelgano di distribuire l'intero utile di bilancio, senza che si formi alcun autofinanziamento. In tal caso il processo che non prevede regole d'indisponibilità, da una parte, mantiene un valore atteso costante nel tempo (pari al valore al tempo $t = 0$): è infatti logico che, se la società decida l'integrale distribuzione dell'utile, ci si attenda che, in media, il valore delle attività rimanga costante. Le regole della Seconda direttiva, d'altra parte, impongono che il processo alternativo mostri comunque una previsione di crescita

[94] Il cui calcolo è indicato in appendice.
[95] Valgono le stesse indicazioni grafiche di cui alle Tabelle precedenti.

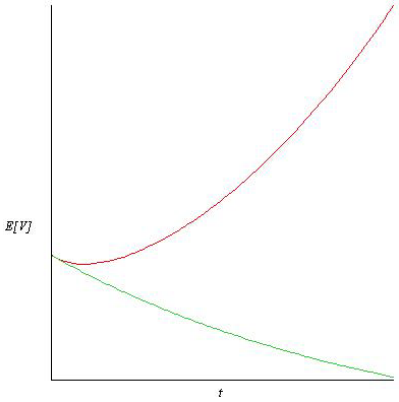
positiva, derivante proprio dall'indisponibilità di parte delle attività. Ancora una volta lo *spread* è tanto più ampio, quanto maggiore è l'effetto di mitigazione del rischio per i creditori sociali.

Tabella 4: valore atteso al futuro tempo t (integrale distribuzione degli utili senza intaccare la restante parte del netto)

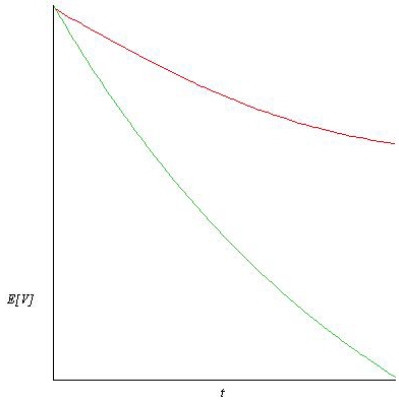


Le differenze tra i due processi sono decisamente più evidenti nell'ipotesi che gli organi sociali abbiano deciso per una politica di distribuzione che coinvolga, oltre all'intero utile periodico, anche più o meno ampie porzioni del patrimonio sociale (cfr. Tabella 5). In tal caso, mentre il processo "nordamericano" denota una chiara tendenza discendente, che conduce all'azzeramento del patrimonio sociale, il processo "europeo" al contrario consente solo in determinate circostanze che il futuro valore atteso sia inferiore al valore attuale. In particolare, l'*entity value* manterrà comunque una tendenza di lungo periodo alla crescita, preceduta da un più o meno ampio intervallo di riduzione, comunque contenuta nei limiti del netto disponibile. Per l'ennesima volta, il *trend* di crescita si manifesta più intensamente e rapidamente, quanto maggiore è l'effetto delle norme d'indisponibilità. In questo modello, pertanto, soltanto un eccesso di rischio può generare una tendenza stabilmente discendente, tale da mettere a repentaglio la sopravvivenza stessa dell'impresa. Il modello che incorpora gli effetti delle norme giuridiche, inoltre, sembra avere la capacità di spiegare – se non altro meglio di quanto riesce a fare un modello a *drift* costante – alcuni comportamenti ciclici (nella fattispecie: prima discendenti e poi ascendenti) che periodicamente possono essere scorti nei mercati finanziari.

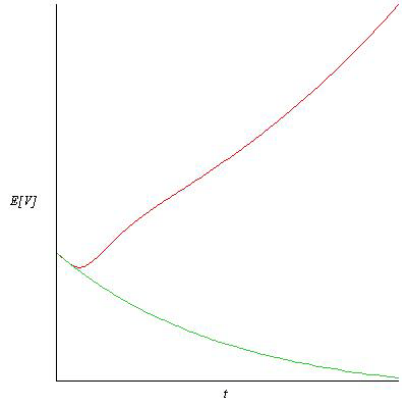
Tabella 5: valore atteso al futuro tempo t (integrale distribuzione degli utili e di un'ulteriore parte del netto)



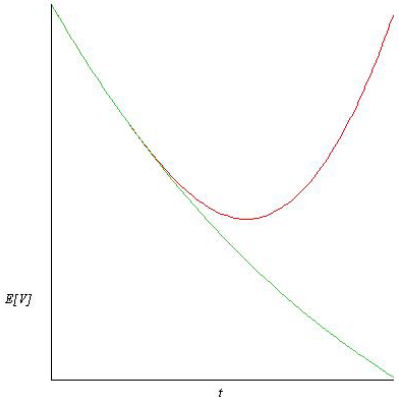
$r = 10\%$ $\sigma = 20\%$
$d = 20\%$ $\frac{K+D}{V_0} = 80\%$



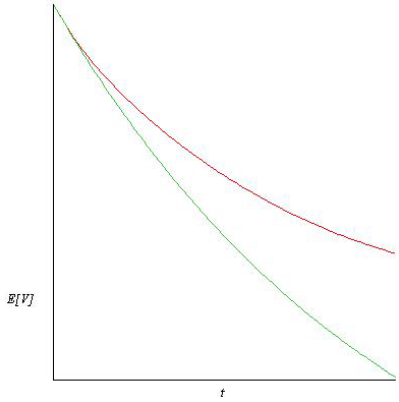
$r = 10\%$ $\sigma = 80\%$
$d = 20\%$ $\frac{K+D}{V_0} = 80\%$



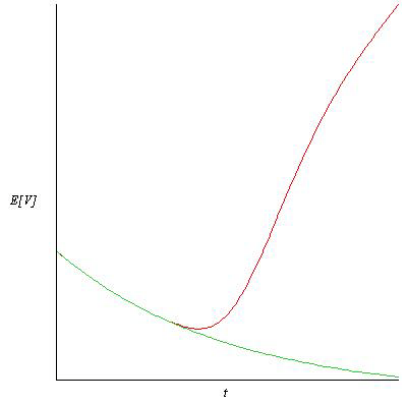
$r = 10\%$ $\sigma = 10\%$
$d = 30\%$ $\frac{K+D}{V_0} = 80\%$



$r = 10\%$ $\sigma = 20\%$
$d = 20\%$ $\frac{K+D}{V_0} = 30\%$



$r = 10\%$ $\sigma = 80\%$
$d = 20\%$ $\frac{K+D}{V_0} = 30\%$



$r = 10\%$ $\sigma = 10\%$
$d = 30\%$ $\frac{K+D}{V_0} = 30\%$

Quanto fin qui verificato in merito ai momenti primi delle due variabili stocastiche ha un ben preciso significato economico. Le regole contenute nella Seconda direttiva, prevedendo un meccanismo che (quale effetto ultimo) rafforza la tutela dei creditori sociali, addossano alla società – e in definitiva ai suoi soci – il costo dell'indisponibilità di una parte delle proprie risorse. Di conseguenza è economicamente razionale che i soci, dovendo sopportare tale ulteriore rischio finanziario, pretendano che l'investimento nel capitale della società produca un maggiore ritorno atteso: in altre parole, poiché una parte del rischio di credito viene traslato sui soci, il tasso di crescita atteso del processo "europeo" *deve* essere sempre superiore. Il modello proposto consente pertanto di misurare sia l'effetto protettivo per i creditori sociali (*sub specie* di riduzione del rischio di *default*), sia il costo per i soci dell'indisponibilità di una parte delle proprie risorse: emerge dunque un *trade off* tra le opposte esigenze di tutela dei creditori sociali e di riduzione del costo del finanziamento azionario. Basandosi su una verifica delle scelte operate dall'ordinamento in materia di funzione distributiva del capitale[96], sarebbe pertanto possibile estendere

[96] Su cui cfr. ARMOUR, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a modern Company Law,* in *Modern Law Rev*., 2000, 355 ss.; DANA-DÖMARET, *Le capital social*, Paris, 1989, 275 ss.; DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, 489 ss.; ID., *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, 563 ss; ID., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R.Macey, Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm*., 2002, I, 585 ss.; DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Napoli, 1967; ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm*., 2005, 05, 607; FERNANDEZ DEL POZO, *Aplicación de resultados y defensa del capital social. De nuevo sobre la crisis (presunta) de la noción de capital social*, in *Revista general de derecho*, 1996, 8561;

l'analisi all'individuazione della "regola ottima" di allocazione del rischio; un tale esame esula, però, dagli scopi del presente lavoro, sicché ci si riserva di portarlo a compimento in altra sede.

Effettuate tali generali premesse sulla rappresentazione matematica del sistema del netto, non rimane che verificare i principali effetti che una valutazione "*risk sensitive*" provoca sul bilancio d'esercizio. In generale, è evidente che l'introduzione di principi contabili che misurino l'*own credit risk* (come il *fair value*, appunto) farà 'sì che le grandezze di bilancio assumano valori diversi in relazione alle differenti circostanze di fatto in cui l'impresa si trovi a operare, accrescendo la volatilità dei rapporti tra le macrograndezze. Si può dunque anticipare che il sistema del netto applicabile alle imprese che adottano gli IAS/IFRS, basandosi sui saldi contabili dello stato patrimoniale, sembra essere profondamente diverso da quello concepito dal legislatore codicistico, dovendosi accettare che il superamento delle soglie rilevanti (ad esempio *ex* art. 2446 e 2447 cod. civ.) dipenda più dai livelli di rischio che dalla mera entità del valore nominale dell'indebitamento.

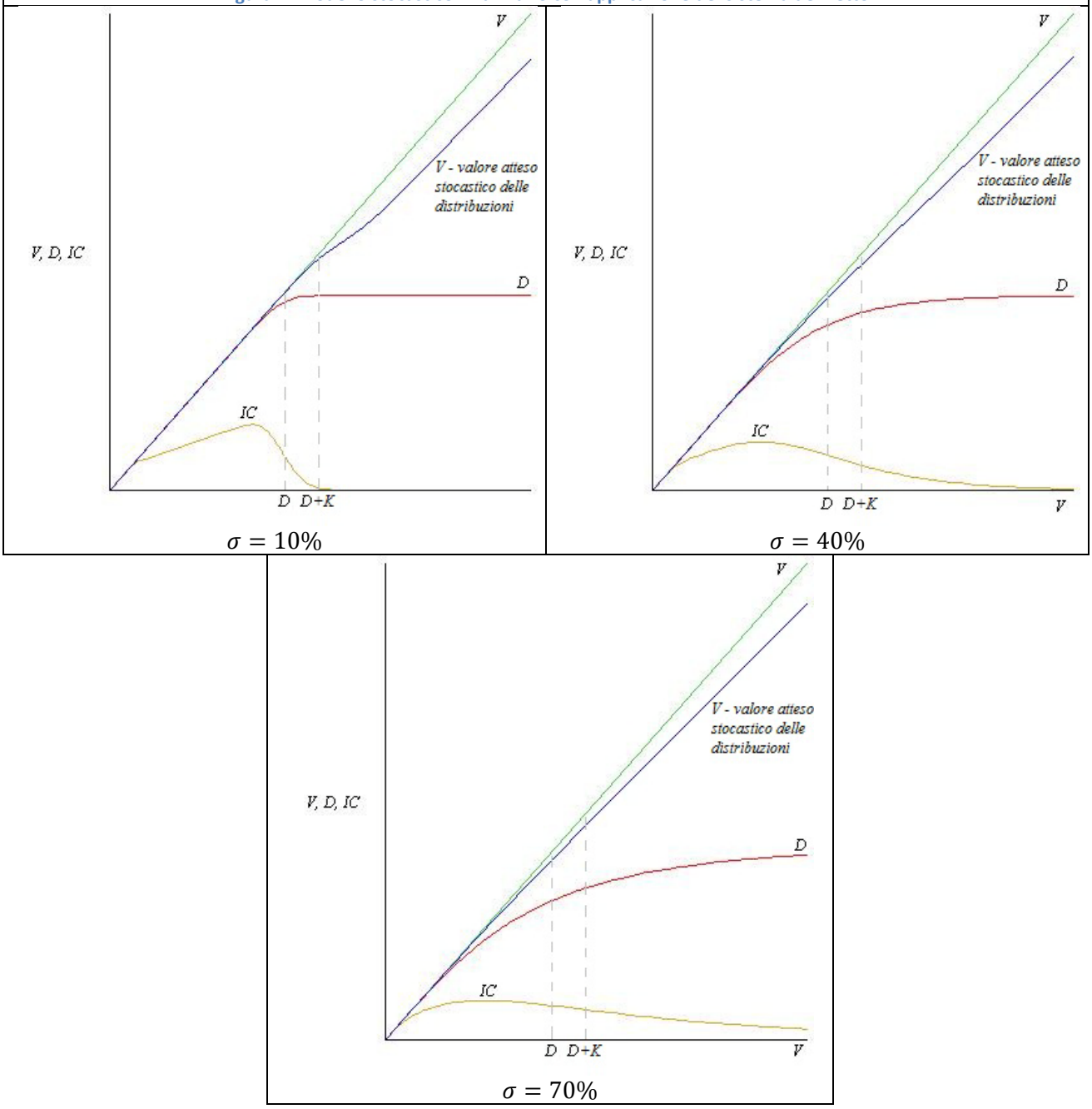
Il modello matematico [97] che simuli la composizione dello stato patrimoniale passivo risultante dall'applicazione del *fair value*, pertanto, deve parimenti essere:

- probabilistico, in quanto sensibile ai valori patrimoniali *attesi* relativi agli strumenti finanziari emessi;
- finanziario, poiché i suddetti valori attesi vengono attualizzati (in conformità alla *risk neutral valuation*) al *risk-free rate*;
- sensibile alla variazione del rischio d'impresa e a comportamenti opportunistici degli amministratori;
- sensibile ad una nozione finanziaria di insolvenza, incorporandone i costi (stocastici) e le probabilità.

FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. notariato*, 2008, 04, 741 ss.; MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e la prospettiva di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc*., 2005, 39 ss.; ID., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, 363 ss.; OLIVIERI, *Capitale e patrimonio nella riforma delle società*, in *Riv. dir. civ*., 2004, 257 – 275; PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni, in Riv. soc., 1970*, 33 ss.; SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, 2000; per quel che concerne la legislazione statunitense e il confronto con la normativa europea cfr. MERKT, *Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, in *Eur. Bus. Law Rev*., 2004, 1050; Sull'inesistenza di un rapporto ottimo di struttura finanziaria cfr. MODIGLIANI, MILLER, *The cost of capital, corporation Finance and the theory of investment*, in *American Economic Review*, 1958, 261 ss. e POSNER, SCOTT, *Economics of Corporation Law*, Boston-Toronto, 1980, 237 ss.

[97] I cui dettagli possono essere esaminati in Appendice.

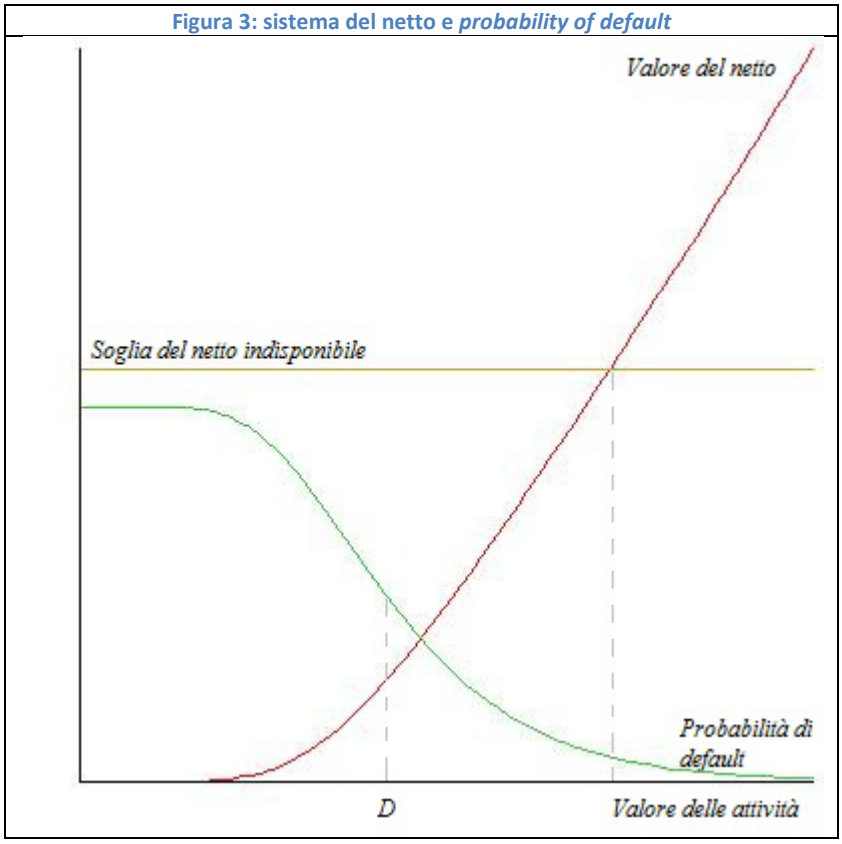
Figura 2: Modello stocastico-finanziario con applicazione del sistema del netto



I riquadri in Figura 2 illustrano graficamente le caratteristiche del modello. L'entità dell'indebitamento, in un sistema che prevede la valutazione al *fair value* di tutte le passività, è destinato a ridursi con la diminuzione del valore delle attività, cioè con l'avvicinarsi della soglia del *default*. Tale riduzione, che è tanto più marcata, quanto maggiore è il rischio cui l'impresa è soggetta, deriva dal contemporaneo esplicarsi di due effetti: (i) da una parte, la riduzione del merito di credito della società debitrice aumenta la probabilità di *default*, sicché il valore attuale del mancato pagamento riduce la passività di importo corrispondente; (ii) dall'altra, l'aumento della probabilità di *default* aumenta il valore attuale dei costi dell'insolvenza. Ciò porta al risultato, controintuitivo, che nei bilanci IAS/IFRS il peggioramento delle condizioni economiche della società sia accompagnato da una rappresentazione "migliore" di quella che si sarebbe riscontrata se il debito fosse stato iscritto in bilancio in somma fissa.

In realtà, il sistema appena descritto acquista la capacità di segnalare al mercato finanziario l'ammontare della probabilità d'insolvenza: a ciascun valore del patrimonio netto, infatti, corrisponde una precisa misura della possibilità che la società vada in *default*, quindi ne consegue un più completo contenuto informativo per gli operatori del mercato.

Figura 3: sistema del netto e *probability of default*



Com'è illustrato chiaramente in Figura 3, ad ogni valore del patrimonio netto (*rectius*, del rapporto d'indebitamento) corrisponde una ben precisa probabilità d'insolvenza, sicché il fruitore dell'informativa di bilancio può apprendere con immediatezza, solamente in base all'ammontare dell'*equity* e del *debt* indicati nello stato patrimoniale, un'indicazione sintetica (ma abbastanza precisa) circa il rischio di credito dell'iniziativa imprenditoriale. La soglia del netto indisponibile, allora, se non permette di ridurre il valore della *probability of default* corrispondente a quel dato livello di indebitamento, consente certamente di segnalare al mercato e agli organi sociali, a mezzo dei meccanismi di cui agli artt. 2446-2447 cod. civ., l'avvenuto superamento di un dato livello di rischio (di *default*), selezionato dai soci come meritevole di particolare attenzione.

Quale rovescio della medaglia, è ben possibile che un valore troppo basso del netto indisponibile rischi di falsare il funzionamento dell'interno meccanismo, poiché potrebbe essere selezionato un livello d'allarme troppo poco qualificante ed essere richiesto l'intervento degli organi sociali quando il default sia già irreversibile o (in sostanza) già in atto. Come già ribadito, infatti, in un sistema di valutazione come quello esaminato, nei periodi precedenti il *default* il valore del patrimonio netto è sempre positivo, malgrado la probabilità d'insolvenza possa essere già altissima.

Da ultimo, deve essere segnalato che il modello si caratterizza per essere, ancora una volta, particolarmente sensibile al mutamento delle condizioni di rischio dell'impresa. All'aumento o diminuzione del parametro (σ) che simula tale rischio, il rapporto d'indebitamento cessa di segnalare il medesimo

rischio di *default*, verificandosi un "cambiamento di scala" della probabilità. Sarebbe dunque auspicabile che il sistema del netto prevedesse degli adeguati correttivi: l'incremento automatico (e proporzionale) della soglia d'indisponibilità ogni qualvolta occorra un aumento del rischio d'impresa o, quanto meno, livelli di tale soglia differenziati per diverse tipologie di rischio (cosa che, in parte, già avviene per attività particolari sottoposte a speciale regolamentazione).

Alcune (provvisorie) conclusioni in tema di effetti della valutazione al fair value sul sistema del netto

La rappresentazione fornita dal modello è, come già ricordato, da intendersi come stilizzata, dacché seleziona come rilevanti soltanto alcuni determinati aspetti delle realtà, ed estremizzata, dacché considera un'estensione della valutazione al *fair value* assai più ampia di quanto non effettivamente previsto dall'attuale normativa contabile (in termini quantitativi, pertanto, l'effetto complessivo sarà una via di mezzo tra "il vecchio" e "il nuovo"). Pur tuttavia, si ritiene che le conclusioni cui si è pervenuti dalla suestesa analisi possano essere utili per orientare nell'interpretazione del nuovo significato che, per effetto degli IAS/IFRS, è oggi assunto dalle norme organizzative che si fondano sul bilancio. Suddetti risultati possono essere così sintetizzati.

Per quel che concerne, in generale, il sistema del netto e le regole che impongono limiti alla distribuzione di risorse ai soci, il modello evidenzia due primi risultati. Da una parte, la regola che vieta distribuzioni ai soci quando il valore complessivo delle attività sia inferiore al valore nominale delle passività (naturalmente, in senso stretto) è *idonea a ridurre il rischio di credito dell'ente*, accrescendo il valore della garanzia patrimoniale per i creditori e addossando un costo ai soci (non è stata effettuata analisi alcuna circa il "livello ottimo" di risoluzione del *trade-off*). Ulteriori limiti a dette distribuzioni (come ad esempio l'esistenza di un determinato ammontare minimo – legalmente o contrattualmente individuato – del netto), pur addossando un costo aggiuntivo ai soci, *non realizzano il medesimo effetto*. Di conseguenza, nella prospettiva generale di riforma dell'istituto del capitale sociale, qualora si ritenesse opportuno (cosa che qui non si afferma) sostituire l'attuale sistema del netto con meccanismi basati sui noti *liquidity tests*, sarebbe comunque essenziale mantenere l'istituto del *balance sheet test* (almeno) nella forma precedentemente individuata (divieto di distribuzione qualora l'attivo sia inferiore al valore nominale del passivo).

D'altra parte, l'esistenza di un patrimonio netto positivo ha sempre una funzione *informativa* nei confronti di tutti i destinatari dei riepiloghi contabili periodici: esso segnala al mercato finanziario un determinato *livello di rischio*, pur senza contribuire ad alterarne la natura o l'entità. Il modello, pertanto, descrive l'idoneità del sistema del netto a indicare il superamento non di semplici livelli patrimoniali, bensì di determinate soglie di rischio, mettendo di conseguenza in allarme il mercato e gli organi sociali (per mezzo delle procedure previste dall'art. 2446 cod. civ.). In questa prospettiva, v'è da riconoscere che l'utilizzo della valutazione al *fair value* delle passività – specie per imprese le cui attività siano anch'esse valutate al *fair value*, in particolar modo gli intermediari finanziari – sembra addirittura migliorare tale efficacia informativa, perché consente che l'entità del rapporto *debt/equity* approssimi con maggior fedeltà suddette soglie di rischio. Inoltre, poiché basata su una rappresentazione del valore finanziario/probabilistico delle attività e passività di bilancio, il *fair value* sembra incorporare nel sistema del netto molti dei vantaggi propri dei *liquidity tests*, senza con ciò esporsi all'eccessiva discrezionalità che

quest'ultimi offrono agli amministratori (il *fair value model* è, infatti, basato su parametri di mercato o comunque da questo ricavabili).

Come già indicato, il successivo miglioramento del sistema del netto *fair value based* passerebbe per l'imposizione di una soglia minima calcolata come *percentuale dell'attivo* e *sensibile alla variazione del rischio proprio dell'attività d'impresa* (sottostante). Il legislatore, invece, agli artt. 6 e 7 del D.Lgs. 38/2005, ha modificato le regole del netto in modo che l'ammontare indisponibile cresca proporzionalmente alla quantità di guadagni non (ancora) realizzati che il *fair value method* consente di iscrivere in bilancio[98]. Con ciò, il legislatore ha realizzato un adattamento del sistema del netto, seppur condivisibile, dagli effetti abbastanza limitati: nel modello, infatti, la circostanza che alcune componenti dell'attivo (come gli "utili sperati") potrebbero non realizzarsi definitivamente e "svanire" in caso di insolvenza è simulata da un parametro (θ), cui il sistema sembra poco sensibile.

[98] Questa brevissima considerazione certamente non riesce a dar conto della complessità della disciplina contenuta in suddetti artt. 6 e 7, che meriterebbero una ben diversa trattazione, cesellata con il bulino piuttosto che tagliata con l'accetta. Per approfondimenti, non si può prescindere dalla lettura di COLOMBO, *Il regime civilistico degli utili e delle riserve da adozione degli IAS/IFRS*, in *Le Società*, 2006, 1337 ss.; BUSSOLETTI, *L'influenza degli IAS/IFRS su determinazione degli utili e impiego delle riserve*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione*, *cit.*, 153 ss.; STRAMPELLI, *Le riserve*, *cit*.

Appendice matematica

DETERMINAZIONE DEL PROCESSO STOCASTICO CHE INCORPORA IL "SISTEMA DEL NETTO".

Sia dato un processo di Itō nella forma

$$dV = \big(r - d\,H(V - K - D)\big)\,V\,dt + \sigma\,V\,dW \tag{A.1}$$

ove sia

- *V* il valore dell'impresa;
- *r* il tasso di redditività composto continuamente della medesima (coincidente con il *risk free rate*, in osservanza dei principi della valutazione neutrale verso il rischio);
- *d* il *dividend yield*, anch'esso composto continuamente;
- *K* il valore del netto indisponibile;
- *D* il valore dell'indebitamento;
- *t* il tempo;
- *σ* il parametro che rappresenti la "quantità" di rischio dell'attività imprenditoriale (*rectius*, la sua sensibilità al rischio);
- *W* un processo di Wiener;
- *H(x)* la Heaviside step function, cioè una funzione che assume valore 0 per x<0 e 1 per x>0.

Tale processo rappresenta la dinamica stocastica di una variabile aleatoria

$$V = f(t, W) \tag{A.2}$$

cui si applichi la regola di indistribuibilità del netto indisponibile ($d\,H(V - K - D)$, infatti, assume valore 0 se *V<K+D* e valore *d* se *V>K+D*).

Esclusivamente per semplicità si assume che *r, d, K, D* e *σ* siano costanti positive; il modello è ulteriormente adattabile affinché comprenda parametri dotati di una certa variabilità (anche stocastica) e in definitiva, assunzioni più realistiche. In particolare, è parimenti per semplicità che si assume la distribuzione gaussiana del "disturbo stocastico" (il processo di Wiener, com'è noto, si distribuisce secondo una Normale di media 0 e di deviazione standard pari a $\sqrt{t}$); il modello potrebbe essere adattato a distribuzioni di probabilità differenti dalla curva a campana, sebbene alcune alterazioni potrebbero renderlo risolubile soltanto per approssimazione o con l'ausilio di procedure numeriche.

Applicando il Lemma di Itō alla A.2 e a partire dalle già ricordate proprietà del processo di Wiener otteniamo che

$$dV = (\partial_t f + \tfrac{1}{2}\partial_{WW} f)\,dt + \partial_W f\,dW \tag{A.3}$$

Imponendo la A.1 possiamo ricavare

$$(\partial_t f + \tfrac{1}{2}\partial_{WW} f)\,dt + \partial_W f\,dW = \big(r - d\,H(f - K - D)\big)\,f\,dt + \sigma\,f\,dW \tag{A.4}$$

L'equazione differenziale alle derivate parziali A.4 ha soluzione se esiste la soluzione del sistema

$$\begin{cases} \partial_W f = \sigma\,f \\ (\partial_t f + \tfrac{1}{2}\partial_{WW} f = \big(r - d\,H(f - K - D)\big)\,f \end{cases} \tag{A.5}$$

Dalla prima equazione del sistema A.5 è possibile ricavare una prima caratteristica della $f(t,W)$

$$f(t,W) = g(t)\, e^{\sigma\, W} \tag{A.6}$$

Inserendo la A.6, si può trasformare la seconda equazione del sistema A.5 in un'equazione differenziale ordinaria di forma

$$\frac{d}{dt} g = g\, e^{\sigma\, W} \left(r - \frac{\sigma^2}{2} - d\, H(g\, e^{\sigma\, W} - K - D) \right) \tag{A.7}$$

che ha soluzione[1] per

$$g(t) = g(0) \left(\left(1 - H\left(e^{Z+\sigma\, W} - \frac{K+D}{g(0)} \right) \right) e^{\left(r - \frac{\sigma^2}{2} \right) t} + H\left(e^{Z+\sigma\, W} - \frac{K+D}{g(0)} \right) e^{Z} \right) \tag{A.8}$$

dove:

- $g(0)$ è il valore iniziale dell'impresa al tempo *t=0* (*initial condition*). D'ora innanzi tale valore sarà indicato come V_0;
- $Z = \left(r - d - \frac{\sigma^2}{2} \right)\, t$

In definitiva, applicando la soluzione A.8 alla A.6, si ottiene che

$$V = f(t,W) = V_0 \left(\left(1 - H\left(e^{Z+\sigma\, W} - \frac{K+D}{V_0} \right) \right) e^{\left(r - \frac{\sigma^2}{2} \right) t + \sigma\, W} + H\left(e^{Z+\sigma\, W} - \frac{K+D}{V_0} \right) e^{Z+\sigma\, W} \right) \tag{A.9}$$

Determinazione della densità di probabilità del processo stocastico così individuato.

È stato già indicato che un processo di Wiener si distribuisce secondo una Normale di media 0 e di deviazione standard $\sqrt{t}$. Pertanto la sua funzione di densità di transizione è

$$h_W(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi t}} e^{-\frac{x^2}{2t}} \tag{A.10}$$

Poiché $V_t = f(t,W)$, dalla statistica sappiamo che la sua funzione di densità è

$$h_V(y) = h_W\big(u(y)\big)\, u'(y) \tag{A.11}$$

dove $u(y)$ è la funzione inversa alla $f(t,W)$ rispetto a *W*. Nel caso di specie

$$u(y) = \frac{1}{\sigma} \left(\ln\left(\frac{y}{V_0} \right) - \left(r - d\, H(y - K - D) - \frac{\sigma^2}{2} \right) t \right) \tag{A.12}$$

$$u'(y) = \frac{1}{\sigma\, y} (1 + y\, d\, t\, \delta(y - K - D)\,) \tag{A.13}$$

[1] La A.7, in realtà, ha molteplici soluzioni, sicché nel prosieguo del lavoro si è scelto di utilizzare quella matematicamente più semplice. Ciò nonostante, non si pretende che la soluzione adottata sia quella che meglio descrive il processo stocastico che incorpora il sistema del netto. Soluzioni differenti della A.7, infatti, alterano un po' le caratteristiche del processo che si sta analizzando, sebbene per le finalità proprie del presente lavoro – descrizione qualitativa del fenomeno – non si ritiene che le differenze siano particolarmente rilevanti. Un ulteriore esempio di soluzione della A.7 può essere la A.8, dove $Z = \left(r - d - \frac{\sigma^2}{2} \right)\, t + \frac{\ln\left(\frac{K+D}{V_0}\right) d}{r - \frac{\sigma^2}{2}}$.

dove $\delta(x)$ è la funzione delta di Dirac, cioè la derivata prima della $H(x)$. Poiché la funzione delta di Dirac assume sempre valore 0 a meno di un punto (per $y = K + D$), la A.13 può essere sostituita con

$$u'(y) = \frac{1}{\sigma\, y} \tag{A.14}$$

Applicando la A.10, la A.12 e la A.14 alla A.11, otteniamo la funzione di densità di transizione

$$h_V(y) = \frac{1}{y\sqrt{2\pi\sigma^2 t}}\, e^{-\frac{\left(\ln\left(\frac{y}{V_0}\right)-\left(r-d\,H(y-K-D)-\frac{\sigma^2}{2}\right)t\right)^2}{2\sigma^2 t}} \tag{A.15}$$

La A.15 è una particolare variante di una distribuzione log-normale, di parametri $\left(r - d\,H(y-K-D) - \frac{\sigma^2}{2}\right)\, t, \sigma^2 t$.

Calcolo del valore atteso del processo.

Dalla statistica, sappiamo che il valore atteso di una funzione di variabile aleatoria è

$$E[f(x)] = \int_{-\infty}^{\infty} f(x)\; h(x)\, dx \tag{A.16}$$

dove $E[X]$ è il valore atteso della variabile aleatoria X ed $h(x)$ è la sua funzione di densità. Nel nostro caso, applicando la A.9 e la A.10

$$E[f(t,x)] = \int_{-\infty}^{\infty} f(t,x)\; h_W(x)\, dx = \int_{-\infty}^{\infty} V_0 \left(\left(1 - H\left(e^{Z+\sigma\, x} - \frac{K+D}{V_0}\right)\right) e^{\left(r-\frac{\sigma^2}{2}\right)t+\sigma\, x} + H\left(e^{Z+\sigma\, x} - \frac{K+D}{V_0}\right)\, e^{Z+\sigma\, x}\right) \frac{1}{\sqrt{2\pi t}} e^{-\frac{x^2}{2t}}\, dx \tag{A.17}$$

L'integrale ha soluzione

$$E[f(t,W)] = V_0 \left(e^{r\, t}\, \Phi\left(\frac{\ln\frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t}\right) + \; e^{(r-d)t}\, \Phi\left(\frac{\ln\frac{V_0}{K+D} + Z}{\sigma\sqrt{t}} + \sigma\sqrt{t}\right)\right) \tag{A.18}$$

dove $\Phi(x)$ è la funzione di ripartizione di una variabile normale standard.

Calcolo del valore (stocastico) delle azioni, intese come call options su un sottostante che si distribuisce secondo il processo stocastico sin qui descritto.

È noto che il valore dell'*equity* (S) di una qualunque società può essere assimilato al valore di una *call option* lunga scritta su V (il sottostante è il valore dell'impresa nel suo complesso) ed avente prezzo d'esercizio pari a D (valore dell'indebitamento). Seguendo i principi della valutazione neutrale verso il rischio, il valore attuale dell'*equity* è pari a

$$S = e^{-r\, t}\; E[\max(V - D, 0)] \tag{A.19}$$

Il valore atteso in questione, data la funzione di densità di V (cfr. A.11 e A.15) è

$$E[\max(V - D, 0)] = \int_D^{\infty} (y - D)\; h_V(y)\, dy \tag{A.20}$$

Applicando la A.9, A.11 e A.12 alla A.20, otteniamo

$$E[\max(V - D, 0)] =$$

$$V_0 \left[e^{\left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t} \int_{\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}}^{max\left(\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}; \frac{\ln \frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma} \right)} e^{\sigma x} h_W(x)\, dx + e^Z \int_{max\left(\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}; \frac{\ln \frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma} \right)}^{\infty} e^{\sigma x} h_W(x)\, dx \right] -$$

$$D \int_{\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}}^{\infty} h_W(x)\, dx \qquad \text{(A.21)}$$

Risolvendo e attualizzando secondo la A.19 otteniamo che

$$S =$$

$$V_0 \left\{ \Phi\left(\max\left(\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}; \frac{ln \frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t} \right) \right) - \Phi\left(\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}} \right) + \right.$$

$$\left. e^{-d\,t} \left[1 - \Phi\left(\max\left(\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}; \frac{ln \frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t} \right) \right) \right] \right\} - D\, e^{-r\,t} \left[1 - \Phi\left(\frac{\ln \frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}} \right) \right] \qquad \text{(A.22)}$$

Calcolo del valore (stocastico) dei costi dell'insolvenza.

Si assuma che, nell'ipotesi in cui l'impresa abbia un valore del patrimonio inferiore a quello necessario per pagare il debito a scadenza, i soci preferiscano esercitare la loro *put* d'insolvenza e lasciare che i debitori provochino il fallimento dell'impresa. In questo caso, questi ultimi sopporteranno anche i costi dell'insolvenza, che vengono approssimati dalla seguente somma:

$$\Xi + \theta\, V \quad per\ V < D \qquad \text{(A.23)}$$

Nel modello, i costi d'insolvenza sono scomposti in una parte fissa (Ξ) – *rectius* esogena, in quanto indipendente dal patrimonio dell'impresa – ed una parte variabile, costituita da una certa percentuale (θ) del patrimonio stesso. Malgrado la semplicità del modello, si ritiene che possa rappresentare con una qualche accuratezza (specialmente qualitativa) la natura dei costi d'insolvenza: la parte esogena, infatti, rappresenta (in particolare) le spese della procedura ed i costi delle professionalità in essa coinvolte, che si assume possano essere in qualche misura incorrelate all'ammontare del patrimonio (quanto meno nell'ordine di grandezza); la parte variabile, invece, rappresenta (*in primis*) quella percentuale del valore del patrimonio che non sarà più possibile recuperare una volta avviata la procedura (in particolare, la maggior parte del valore degli *intangibles* ancora in bilancio e dell'avviamento). Entrambi i valori decurteranno la moneta fallimentare disponibile per il soddisfacimento dei creditori.

Ulteriore assunzione del modello – che può essere esteso per rimuovere anche quest'ipotesi – è che i costi d'insolvenza non possano superare il valore dei cespiti relitti, di modo che non si debba supporre l'intervento di soggetti (gli azionisti; gli stessi creditori o, più realisticamente, lo Stato) che con ulteriori risorse paghino i costi che non possono essere coperti attraverso la liquidazione dell'attivo. Tale condizione si ottiene imponendo che i costi d'insolvenza siano pari a

$$\min(\Xi + \theta\, V; V) \quad per\ V < D \qquad \text{(A.24)}$$

Applicando i principi della valutazione neutrale verso il rischio otteniamo

$$IC = e^{-r\,t}\,E[\min(\Xi + \theta\,V; V)] \tag{A.25}$$

Il valore atteso in questione, data la funzione di densità di V (cfr. A.11 e A.15) è

$$E[\min(\Xi + \theta\,V; V)] =$$
$$\int_0^D \min(\Xi + \theta\,y; y)\,h_V(y)\,dy = \int_0^{\min(\frac{\Xi}{1-\theta}; D)} y\,h_V(y)\,dy +$$
$$\Xi\int_{\min(\frac{\Xi}{1-\theta}; D)}^{D} h_V(y)\,dy + \theta\int_{\min(\frac{\Xi}{1-\theta}; D)}^{D} y\,h_V(y)\,dy \tag{A.26}$$

Applicando la A.9, A.11 e A.12 alla A.26, otteniamo

$$E[\min(\Xi + \theta\,V; V)] =$$
$$\int_{-\infty}^{\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}} f(t,x)\;h_W(x)\,dx + \Xi\int_{\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}}^{\frac{\ln\frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}} h_W(x)\,dx +$$
$$\theta\int_{\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}}^{\frac{\ln\frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma}} f(t,x)\,h_W(x)\,dx \tag{A.27}$$

Risolvendo e attualizzando secondo la A.25 otteniamo che

$$IC =$$
$$V_0\left\{\Phi\left(\min\left(\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}};\ \frac{ln\frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t}\right)\right) + e^{-d\,t}\left[\Phi\left(\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) -\right.\right.$$
$$\left.\Phi\left(\min\left(\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}};\ \frac{ln\frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t}\right)\right)\right] + \theta\left\{\Phi\left(\min\left(max\left(\frac{\ln\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}};\ \frac{ln\frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma\sqrt{t}} -\right.\right.\right.\right.$$
$$\left.\left.\left.\left.\sigma\sqrt{t}\right); \frac{ln\frac{D}{V_0} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right)\right) - \Phi\left(\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) +\right.$$
$$\left.\left.e^{-d\,t}\left[\Phi\left(\frac{\ln\frac{D}{V_0} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) - \Phi\left(\min\left(max\left(\frac{\ln\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}};\ \frac{ln\frac{K+D}{V_0} - Z}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t}\right); \frac{ln\frac{D}{V_0} - \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right)\right)\right]\right\}\right\} +$$
$$\Xi\,e^{-r\,t}\left[\Phi\left(\frac{\ln\frac{D}{V_0} - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) - \Phi\left(\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)}; \frac{D}{V_0}\right)\right] - \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right)\right] \tag{A.28}$$

Calcolo del valore (stocastico) dell'indebitamento.

Il valore attuale del debito (B) può essere ricavato per differenza dalle A.18, A.22, A.28

$$B = e^{-r\,t}E[f(t,W)] - S - IC \tag{A.29}$$

PROCESSO STOCASTICO CHE NON INCORPORA IL SISTEMA DEL NETTO

Con analoga metodologia, è possibile individuare i caratteri essenziali del processo stocastico che non incorpora le regole della Seconda direttiva. Per approssimare tale sistema, si assume che il tasso di distribuzione del netto (d) sia determinabile dagli amministratori in piena discrezionalità e possa essere dunque considerato come un'ulteriore costante arbitraria. Il processo di Itō seguito dal valore dell'impresa è il seguente

$$dV = (r - d\,)\,V\,dt + \sigma\,V\,dW \tag{A.30}$$

Il processo ha soluzione per

$$V = f(t,W) = V_0\,e^{\left(r-d-\frac{\sigma^2}{2}\right)t+\sigma\,W} \tag{A.31}$$

con densità di transizione pari a

$$h_V(y) = \frac{1}{y\sqrt{2\pi\sigma^2 t}}\,e^{-\frac{\left(\ln\left(\frac{y}{V_0}\right)-\left(r-d-\frac{\sigma^2}{2}\right)t\right)^2}{2\sigma^2 t}} \tag{A.32}$$

cioè una distribuzione log-normale di parametri $\left(r-d-\frac{\sigma^2}{2}\right)t$ e $\sigma^2 t$.

Il valore atteso del processo è

$$E[f(t,W)] = V_0\,e^{(r-d)t} \tag{A.33}$$

Il valore attuale (neutrale al rischio) dell'*equity* su un sottostante rappresentato dalla A.31 è

$$S = V_0\,e^{-d\,t}\Phi\left(\frac{\ln\frac{V_0}{D}+\left(r-d+\frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) - D\,e^{-r\,t}\Phi\left(\frac{\ln\frac{V_0}{D}+\left(r-d-\frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) \tag{A.34}$$

I costi dell'insolvenza, calcolati applicando la A.25 ad un sottostante rappresentato dalla A.31 sono pari a

$$IC = V_0\,e^{-d\,t}\left[(1-\theta)\,\Phi\left(\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)};\frac{D}{V_0}\right)\right]-\left(r-d+\frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) + \theta\,\Phi\left(\frac{\ln\frac{D}{V_0}-\left(r-d+\frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right)\right] + \Xi\,e^{-r\,t}\left[\Phi\left(\frac{\ln\frac{D}{V_0}-\left(r-d-\frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) - \Phi\left(\frac{\ln\left[\min\left(\frac{\Xi}{V_0(1-\theta)};\frac{D}{V_0}\right)\right]-\left(r-d-\frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}\right)\right] \tag{A.35}$$

Anche per questo processo, infine, vale la A.29.

Bibliografia

AA. VV., *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, 2007

AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003

ABBADESSA E PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*,Torino, 2007

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006

ASCARELLI, *Studi in tema di contratti*, Milano, 1952

BALZARINI, CARCANO, VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007

BARCKOW, SCHMIDT, *Distinguishing between liabilities and equity*, Discussion paper realizzato per iniziativa dell'EFRAG nell'ambito del progetto Proactive Accounting Activities in Europe (PAAinE), 2008, disponibile sul sito http://www.efrag.org/

BARONE, *Economia del mercato mobiliare*, Roma, 2004

BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000

CARATOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, 2006

CATAUDELLA, *La donazione mista*, Milano, 1970

CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006

COLOMBO-PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni,* Torino, 2004

COTTINO, CAGNASSO, BONFANTE, MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004

DANA-DÖMARET, *Le capital social*, Paris, 1989

DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Napoli, 1967

FAUCEGLIA, PANZANI (a cura di), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Torino, 2009

GIACOBBE (a cura di), *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008

HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, 2009

JORIO, FABIANI (a cura di), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2006

MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004

MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle Società*, Milano, 2008

NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004

NIGRO, SANDULLI (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, Torino, 2006

OIC-ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *Guida Operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, disponibile alla sezione documenti del sito internet http://80.207.146.178/

PASCUCCI, *Calcolo stocastico per la finanza*, Milano, 2008

POSNER, SCOTT, *Economics of Corporation Law*, Boston-Toronto, 1980

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Principi contabili internazionali e nazionali*, Torino, 2007

RAGUSA MAGGIORE, COSTA (a cura di), *Le procedure concorsuali. Il Fallimento. Trattato*, Torino, 1997

RUBINSTEIN, *Derivati*, Milano, 2005

SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003

SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, 2000

TOSELLI, *Introduzione agli IFRS e alle componenti di bilancio*, Milano, 2007

TOSELLI, POLI, *Le componenti di reddito e le passività delle imprese*, Milano, 2007

TOSELLI, ROTA, *Gli strumenti finanziari*, Milano, 2007

VASSALLI, *Diritto fallimentare*, Torino, 1994