

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA CONTENUTA NEL CODICE DI COMMERCIO

SOMMARIO: 1. I principi generali. La forma e il contenuto del bilancio d'esercizio. – 2. L'iscrizione e la valutazione delle partecipazioni: le teorie proposte dalla dottrina. – 3. Le linee-guida suggerite da De Gregorio. – 4. I risultati raggiunti dalla dottrina in tema di classificazione e di valutazione delle partecipazioni: un quadro di sintesi. – 5. Le proposte di riforma del Codice di Commercio con particolare riferimento al bilancio di esercizio.

*1. I principi generali. La forma e il contenuto del bilancio d'esercizio*¹

Il Codice di Commercio del 1882 conteneva una disciplina del bilancio d'esercizio estremamente scarna. Infatti, l'art. 176, inserito nell'ambito delle disposizioni comuni alle società anonime e alle società in accomandita per azioni, si limitava a richiedere la distinta indicazione del «*capitale sociale realmente esistente*» e della «*somma dei versamenti effettuati e di quelli in ritardo*» (comma 1) e ad assegnare al bilancio la funzione di «*dimostrare con evidenza e verità gli utili conseguiti e le perdite sofferte*» (comma 2)¹; il successivo art. 181 poneva, in aggiunta, il divieto di pagare dividendi ai soci «*se non per utili realmente conseguiti secondo il bilancio approvato*».

Il Codice di Commercio attribuiva, dunque, al bilancio, anzitutto, un obiettivo di natura informativa: dimostrare con «*evidenza e verità*» gli utili conseguiti e le perdite sofferte; obiettivo che, peraltro, presupponeva una corretta rappresentazione e valutazione degli elementi attivi e passivi del patrimonio. Inoltre, l'ulteriore prescrizione contenuta nell'art. 181 poneva implicitamente l'obbligo di osservare il principio della prudenza: in altri termini, il redattore del bilancio era chiamato ad operare le valutazioni secondo

¹Una formulazione analoga dei principi generali che devono presiedere alla formazione del bilancio d'esercizio dell'imprenditore commerciale è stata, poi, ripresa dall'art. 2217, comma 2, c.c., laddove si prevede che «*l'inventario si chiude con il bilancio e con il conto dei profitti e delle perdite, il quale deve dimostrare con evidenza e verità gli utili conseguiti o le perdite subite*».

un generale principio di oculatezza, e ciò al fine di esporre (solo) gli utili realmente conseguiti e le perdite sofferte.

Il Codice di Commercio non prevedeva disposizioni specifiche riguardanti il contenuto del bilancio e i criteri di valutazione, rimettendo agli statuti sociali l'individuazione delle norme secondo le quali i bilanci dovevano essere formati e gli utili calcolati e ripartiti (art. 89, n. 6)². Del pari, non era disciplinata la relazione degli amministratori, prevedendosi esclusivamente un generico riferimento a «*relazioni e comunicazioni*» degli amministratori all'assemblea (art. 247)³.

Tuttavia, nella pratica, venivano di solito inserite negli statuti poche disposizioni in materia, così da lasciare un ampio margine di discrezionalità agli amministratori nella scelta della forma espositiva e dei criteri applicabili, con la conseguenza che i bilanci erano spesso redatti utilizzando schemi sintetici corredati da scarse spiegazioni, così da risultare praticamente incomprensibili per la maggior parte dei lettori.

La dottrina, per parte sua, riteneva che la carenza legislativa dovesse essere sanata – con riferimento sia al contenuto sia ai criteri di valutazione – attraverso l'applicazione dei principi di ordinata contabilità, purché compatibili con i principi generali di evidenza e verità del bilancio posti dal richiamato art. 176 Cod. comm.⁴.

In particolare, circa il contenuto del bilancio – in relazione al quale, come si è detto, il Codice di Commercio non prevedeva una elencazione di voci, né tanto meno un ordine prefissato nell'esposizione – la dottrina più attenta riteneva opportuno il rispetto di un criterio logico nell'articolazione delle voci, anche ai fini della chiarezza del bilancio. Si raccomandava, così, di seguire, per l'attivo, il criterio della maggiore o minore facilità di realiz-

² Come riferito da A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 33 ss., i compilatori del Codice di Commercio del 1882, pur manifestando l'esigenza di un'adeguata e precisa regolamentazione del bilancio, preferirono non introdurre una disciplina analitica. Ritennero, infatti, che l'indicazione di norme specifiche e inderogabili avrebbe potuto essere addirittura dannosa, data la grande varietà di imprese sociali; reputarono, inoltre, che la loro previsione sarebbe stata superflua, in quanto implicita nei medesimi principi della (ordinata) contabilità.

³ Sul punto, per gli opportuni approfondimenti, si veda G. CASTELLANO, *La relazione degli amministratori al bilancio d'esercizio*, in *Giur. comm.*, 1983, I, p. 307 ss.

⁴ Peraltro, come rilevato da G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio delle società per azioni*, Padova, 1965, p. 61, dalla norma contenuta nell'art. 176, comma 2, secondo cui il bilancio doveva dimostrare «*con evidenza e verità gli utili realmente conseguiti e le perdite sofferte*», si poteva tutt'al più desumere «*l'obbligo di una analiticità delle poste tale da consentire una certa dimostrazione degli utili e delle perdite, ma non si poteva trarre alcuna indicazione concreta su come realizzare tale analiticità*».

zazione in denaro e, per il passivo, quello della prossimità delle scadenze⁵.

In ordine ai criteri di valutazione, la dottrina riteneva che non fosse possibile individuare un criterio comune a tutti gli elementi del patrimonio, occorrendo distinguere questi ultimi secondo la loro natura e il loro scopo⁶. Peraltro, sempre secondo la dottrina, la scelta fra i vari criteri di valutazione seguiti in pratica doveva essere operata avendo riguardo ad un unico principio direttivo, quello della prudenza, così da evitare il rischio di compromettere l'integrità del capitale sociale con la distribuzione di utili insussistenti⁷, anche se non poteva ritenersi neppure implicitamente riconosciuta l'obbligatorietà del criterio di valutazione degli elementi patrimoniali al prezzo di costo⁸.

2. *L'iscrizione e la valutazione delle partecipazioni: le teorie proposte dalla dottrina*

Con riferimento all'iscrizione in bilancio, la dottrina – nel silenzio del Codice di Commercio – riteneva che, per ragioni di chiarezza espositiva, le partecipazioni⁹ dovessero essere indicate distintamente rispetto agli altri ele-

⁵ Così A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 203 ss. Tale principio ha, peraltro, trovato parziale attuazione soltanto attraverso il d.lgs. n. 127 del 1991, di attuazione della IV direttiva comunitaria: infatti, nel prospetto di stato patrimoniale, è prevista la ripartizione delle voci dell'attivo nei due gruppi delle "immobilizzazioni" e dell'"attivo circolante"; inoltre, sia nell'attivo sia nel passivo, le voci di natura finanziaria sono distinte a seconda che la relativa scadenza sia inferiore o superiore ai dodici mesi.

⁶ Giungeva a tale conclusione A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 245 s., sottoponendo a critica le varie teorie – del "valore obiettivo", del "valore individuale" e del "valore dell'azienda" – proposte dalla dottrina tedesca. Nello stesso senso, tra gli aziendalisti, P. ONIDA, *Il bilancio delle aziende commerciali*, Milano, 1935, p. 70. Pare utile rammentare che una differenziazione dei criteri di valutazione degli elementi patrimoniali è rinvenibile nella disciplina di attuazione della IV direttiva comunitaria proprio con riguardo alle partecipazioni.

⁷ Così, ancora, A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 249 e DE GOBBIS, *Il bilancio delle società anonime*², Roma, 1931, p. 146 ss. Nell'attuale disciplina, il criterio della prudenza è stato declassato a "principio di redazione", di rango inferiore ai principi generali della chiarezza, veridicità e correttezza.

⁸ In tale senso, con ampiezza di argomentazioni, A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 251 ss.; ma, *contra*, DE GOBBIS, *Il bilancio delle società anonime*², Roma, 1931, p. 149 ss. Al riguardo, non è da sottacere la circostanza che il criterio del costo ha, poi, giocato un ruolo centrale sia nella codificazione del 1942 sia nell'attuale disciplina; e ciò proprio in applicazione del principio della prudenza.

⁹ La dottrina del tempo, per la verità, includeva le partecipazioni nella più ampia – seppure non esaustiva – categoria dei "titoli di credito".

menti patrimoniali¹⁰; in ordine alla loro valutazione reputava, poi, che non potesse essere individuato un criterio univoco, ma che la scelta del criterio di valutazione dovesse essere operata caso per caso¹¹.

In siffatta prospettiva, si riteneva che il criterio di più agevole applicazione fosse quello del costo; tale criterio consentiva, infatti, di soddisfare meglio di altri il principio della prudenza. Tuttavia, nella sua applicazione si reputava corretto tenere conto delle diminuzioni di valore del prezzo corrente rispetto al prezzo di costo – dovute ad un ribasso dei prezzi di borsa o di mercato, a deterioramenti o ad altra causa – attraverso l'iscrizione nel passivo di una riserva per un importo corrispondente¹².

Parte della dottrina¹³, tuttavia, riteneva che tale criterio non potesse considerarsi imposto – anche solo implicitamente – dalla legge, non essendo l'unico in grado di rispondere ai requisiti normativi, né risultando necessariamente dalla natura e dallo scopo del bilancio. Anzi, il criterio in parola presentava alcuni inconvenienti: l'iscrizione al prezzo di costo non forniva informazioni sulle condizioni attuali del patrimonio sociale; il desiderio di distribuire dividendi effettivamente realizzati poteva indurre gli amministratori a vendere i titoli in un momento inopportuno; il criterio risultava facilmente eludibile attraverso l'effettuazione di operazioni, reali o simulate, di vendita e riacquisto al termine dell'esercizio¹⁴; comportava l'attribuzione

¹⁰ Sul punto, si veda, in particolare, A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 265, il quale riteneva che costituissero violazione del principio della chiarezza l'iscrizione in un'unica voce delle merci e dei titoli di credito.

¹¹ Come si è già riferito, nella disciplina attuale sono previsti, in alternativa, due criteri di valutazione soltanto per le partecipazioni in imprese controllate e collegate iscritte tra le immobilizzazioni. Tuttavia, sulla base di una mera interpretazione letterale della norma (art. 2426, comma 1, n. 4), c.c.), che, peraltro, si è tentato di confutare, la scelta fra i due criteri sembra discrezionale, nel senso che non si può ritenere che un criterio faccia premio sull'altro.

¹² Parte della dottrina e della giurisprudenza riteneva, peraltro, che potesse conservarsi in bilancio il prezzo di costo anche se inferiore al prezzo di mercato, ma limitatamente ai titoli "di prim'ordine" (es. titoli del Debito Pubblico, cartelle del Credito Fondiario, ecc.) e ai titoli per i quali il ribasso potesse considerarsi momentaneo (per gli opportuni riferimenti, v. A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 277, nt. 1, e p. 301 ss.). Come è agevole rilevare, tale modalità di applicazione del criterio del costo – che non attribuiva rilevanza alle perdite momentanee di valore – risulta molto simile ad uno dei criteri di valutazione delle partecipazioni iscritte fra le immobilizzazioni che – come già si è visto – è stato adottato dal legislatore in sede di attuazione della IV direttiva comunitaria, laddove le perdite di valore delle partecipazioni immobilizzate iscritte al costo assumono rilevanza soltanto se durevoli.

¹³ Cfr. A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 278 ss.

¹⁴ Infatti, applicando il criterio del costo, l'unico modo per portare in evidenza eventuali

della plusvalenza ad un unico esercizio – quello in cui aveva luogo la vendita dei titoli –, anche quando la plusvalenza medesima fosse maturata nel corso di più esercizi¹⁵; infine, non era immune dalle incertezze e dagli arbitrî delle valutazioni, quando il prezzo di costo risultava superiore al prezzo corrente e si doveva ricorrere a quest'ultimo, pur con la mitigazione consistente nell'iscrizione di un'apposita riserva nel patrimonio netto.

Si intravedeva, dunque, già nel vigore del Codice di Commercio, una sostanziale insoddisfazione rispetto all'adozione incondizionata del criterio del costo, nonostante essa fosse caratterizzata da obiettività nei risultati e risultasse – in generale – coerente con il ravvisato principio della prudenza.

Sul riflesso che, per la valutazione delle partecipazioni, non potesse considerarsi implicitamente imposto il criterio del costo, né che esso risultasse dai principi di ordinata contabilità o dalla consuetudine, si faceva discendere – quindi – la conclusione che la valutazione sulla base del costo non potesse essere assunta quale “regola generale”, ma tutt'al più potesse essere imposta dalle circostanze del singolo caso specifico. L'assenza di un criterio di valutazione univocamente accolto per gli elementi patrimoniali in genere e l'incertezza dei metodi applicabili per la valutazione delle partecipazioni in particolare avevano, pertanto, alimentato l'elaborazione dottrinale, conducendo alla formulazione di diverse teorie¹⁶, le quali si sforzavano di tenere conto dei diversi elementi che potevano incidere sul (corretto) valore delle partecipazioni. Così, parte della dottrina, muovendo dal presupposto che il bilancio dovesse rispecchiare la situazione del patrimonio sociale alla data di chiusura dell'esercizio, riteneva che gli elementi patrimoniali dovessero essere valutati sulla base del loro valore attuale¹⁷. Secondo tale teoria, per le partecipazioni il valore attuale doveva essere identificato nel prezzo di borsa o di mercato

plusvalenze era quello di vendere le partecipazioni a ridosso della chiusura dell'esercizio per poi riacquistarle successivamente; ovvero, come ammetteva A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 303 s., nt. 2, dare a riporto i titoli e iscrivere nel bilancio il prezzo pagato dal riportato per il loro riacquisto.

¹⁵Per contro, come si è già sottolineato, l'applicazione del criterio del patrimonio netto consente di portare in evidenza gli incrementi di valore delle partecipazioni man mano che questi si realizzano in virtù di un principio di “trasparenza” degli utili conseguiti dalla partecipata.

¹⁶Per un'analisi approfondita delle diverse teorie, si rinvia a A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 270 ss.

¹⁷Tale teoria in Italia era stata accolta da RAMELLA, *Le società di commercio in rapporto alla legge penale*, Torino, 1894, e, limitatamente ai titoli pubblici, da MAZZOCCOLO, *Libri di commercio*, in *Enc. giur.*, n. 17). Come si vedrà, l'adozione del criterio del valore attuale (o, meglio, del *fair value*) in alternativa a quello del costo è oggi consentita soltanto dai principi contabili internazionali, che trovano attuazione nel nostro ordinamento limitatamente a taluni tipi di società.

del giorno di chiusura del bilancio o – in sua mancanza – nel prezzo medio ricavato nelle precedenti vendite fatte dalla stessa società¹⁸. In senso critico, altra parte della dottrina¹⁹ aveva osservato che, pur essendo corretta la premessa sulla quale si fondava tale teoria – e cioè che il bilancio dovesse esporre la situazione effettiva della società alla data di chiusura dell'esercizio, così da rappresentare quell'eccedenza dell'attivo sul passivo che giustificava la ripartizione degli utili, e che, pertanto, gli elementi patrimoniali dovessero essere iscritti al loro valore a tale data –, il prezzo di borsa o di mercato del giorno di chiusura dell'esercizio non offriva alcuna garanzia in tale senso. In particolare, si poneva in evidenza come il riferimento al prezzo di borsa o di mercato avesse una valenza limitata, in quanto trascurava tutti quei titoli che non avevano una quotazione ufficiale o un mercato. Inoltre, prendendo spunto dalla teoria economica, si osservava come il prezzo di borsa o di mercato: *i*) non fosse sempre idoneo ad esprimere il valore attuale dei titoli, poiché era soggetto ad errori e imprevisti, oltre che a manovre speculative; *ii*) riguardasse esclusivamente le contrattazioni fatte nel giorno di chiusura del bilancio; *iii*) non tenesse conto dell'effetto prodotto sull'andamento del prezzo dall'immissione sul mercato dei titoli posseduti dalla società. In definitiva, si rilevava come tale prezzo non offrisse alcuna garanzia contro il rischio di iscrizione di «*utili sperati e non ancora conseguiti*».

Altra parte della dottrina²⁰, muovendo dalla considerazione che al bilancio potesse essere attribuita una duplice finalità – quella di esporre la situazione attuale del patrimonio sociale e quella di determinare il dividendo distribuibile –, riteneva che gli elementi patrimoniali dovessero essere valutati sulla base del prezzo corrente e che, tuttavia, alla sua eventuale eccedenza rispetto al valore di costo dovesse essere iscritta in una riserva del passivo²¹.

¹⁸ Secondo A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 295, si poteva individuare un valore di mercato quando, per la frequenza delle contrattazioni, fosse possibile stabilire un prezzo medio raggiunto entro un certo territorio e in un determinato spazio di tempo; si poteva, invece, parlare di prezzo di borsa, quale sottospecie del valore di mercato, soltanto quando fosse presente una borsa o una quotazione ufficiale.

¹⁹ Così A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 272 ss.

²⁰ La teoria era stata proposta da CHARPENTIER, *Etude juridique sur le bilan dans les sociétés par actions*, Paris, 1906, p. 124 ss.

²¹ Si rinviene l'applicazione di un criterio analogo nei principi contabili internazionali, laddove eventuali eccedenze del valore attuale (o *fair value*) devono essere iscritte in un'apposita riserva, non potendo influenzare l'utile distribuibile, transitando per il conto economico. Lo stesso principio di prudenza ispira il criterio del patrimonio netto, in relazione al quale l'art. 2426, comma 1, n. 4), c.c. stabilisce che le plusvalenze derivanti dall'applicazione di tale criterio devono essere iscritte in una riserva non distribuibile.

Tale criterio avrebbe consentito di rappresentare il valore (effettivo) del patrimonio sociale alla data di chiusura dell'esercizio, impedendo, al tempo stesso, la distribuzione di utili non ancora conseguiti. A giudizio di altra parte della dottrina²², il suddetto criterio consentiva di eliminare uno degli inconvenienti più gravi del criterio del costo – quello di non rappresentare la situazione attuale del patrimonio sociale –, ma, per il resto, era passibile delle stesse critiche formulate nei confronti del criterio del costo.

Secondo un altro orientamento dottrinale²³, poi, i titoli dovevano essere iscritti sulla base del loro valore reale, desunto non dal prezzo di borsa o di mercato, bensì mediante un esame ragionato della situazione della società emittente²⁴. Peraltro, ad avviso di altra parte della dottrina²⁵, pur dovendosi considerare tale criterio perfettamente logico, lo stesso risultava in pratica inapplicabile, data la difficoltà di conoscere la situazione effettiva della società partecipata, potendo – di conseguenza – l'imposizione di questo metodo dare facilmente adito ad arbitri²⁶. Per questi motivi, si riteneva che tale criterio potesse essere adottato solo come correttivo di altri criteri: si reputava, in particolare, che i redattori del bilancio dovessero sempre procedere ad “un esame ragionato” della situazione della società emittente, sia nel caso di valutazione al prezzo corrente sia nell'ipotesi di valutazione al prezzo di costo; e che il valore risultante da tale processo, se inferiore, potesse – o, meglio, dovesse – indurre ad una valutazione inferiore non solo al prezzo di mercato ma anche a quello di costo.

Altra parte della dottrina, infine, riteneva che (le merci e) le partecipazio-

²² In argomento, si veda A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 287 s.

²³ La teoria era stata promossa da LAVELEYE, in *Moniteur des intérêts matériels*, 29 aprile 1883 e 17 gennaio 1904.

²⁴ Altri Autori – SIMON, *Examen du bilan: ce qu'il est, ce qu'il devrait être*, Paris, 1929, p. 88, e QUESNOT, *Administration financière. Méthodes comptables et bilans*, Paris, 1918, p. 397 s. – ritenevano che, nella valutazione, occorresse tener presente l'andamento generale del mercato dei valori e, in particolare per le azioni, la situazione economica della società emittente. Tale criterio sembra, per certi versi, anticipare il metodo del patrimonio netto che – come già si è detto – è stato previsto in sede di attuazione della IV direttiva comunitaria per le partecipazioni in imprese controllate o collegate iscritte tra le immobilizzazioni: esso, in particolare, prescinde dal valore di mercato delle partecipazioni e si basa esclusivamente sul valore delle corrispondenti quote di patrimonio netto.

²⁵ Così A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 290.

²⁶ In effetti, l'applicazione di tale criterio avrebbe portato in evidenza anche eventuali plusvalenze latenti, non ancora realizzate neppure dalle partecipate; laddove, per contro, il criterio del patrimonio netto consente di tenere conto esclusivamente degli utili già realizzati dalle stesse.

ni dovessero essere valutate al prezzo presunto di futuro realizzo, scontato al giorno del bilancio²⁷. In senso contrario, si riteneva²⁸ che anche tale criterio potesse essere utilizzato tutt'al più come correttivo della valutazione secondo il prezzo di mercato, consentendo di eliminare alcuni degli inconvenienti di quest'ultimo. Tale criterio, infatti, avrebbe consentito di tenere conto sia dell'influenza sul prezzo corrente dell'immissione sul mercato dei titoli sia degli oneri – figurativi (tasso di attualizzazione) e reali (spese di amministrazione) – che l'incasso in un momento futuro avrebbe comportato, anche se la forte rilevanza dell'apprezzamento personale che caratterizzava il criterio in parola avrebbe impedito di prendere in considerazione un'eventuale eccedenza del prezzo di effettivo realizzo previsto rispetto al prezzo corrente. In ogni caso, risultava molto debole il presupposto sul quale si fondava tale teoria, e cioè che gli amministratori fossero in grado di prevedere il prezzo futuro di effettivo realizzo.

3. Le linee-guida suggerite da De Gregorio

De Gregorio riteneva, anzitutto, che le partecipazioni dovessero essere tenute distinte – quanto meno ai fini valutativi – a seconda che fossero state acquistate con finalità speculativa o quale investimento durevole²⁹.

Quanto ai criteri di valutazione in concreto applicabili, l'Autore, nel silenzio della legge, riteneva che non esistesse un criterio di valutazione per (le merci e) le partecipazioni pacificamente accolto e, dunque, preferibile rispetto ad altri. Reputava, al tempo stesso, che il generale principio secondo cui non potevano essere distribuiti utili – se non realizzati – imponesse il rispetto

²⁷ La teoria era stata proposta da PANTALEONI, *Alcune osservazioni sulle attribuzioni di valori in assenza di formazione di prezzi di mercato*, estratto dal *Giornale degli economisti*, vol. XXIX, 1904, p. 1 ss.

²⁸ Cfr. sul punto A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 291. Era agevole, infatti, riscontrare in tale criterio un'eccessiva arbitrarietà, poiché non solo si sarebbe dovuto determinare il prezzo di presunto realizzo, ma anche il momento in cui questo sarebbe avvenuto e, non da ultimo, il tasso in base al quale attualizzare tale prezzo.

²⁹ A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 312. Come sottolineato dallo stesso Autore, l'applicazione di un diverso criterio di valutazione delle partecipazioni detenute a scopo durevole rispetto a quelle detenute a fini speculativi avrebbe, in ogni caso, richiesto una contabilizzazione separata delle stesse e, quindi, un'iscrizione separata anche nel bilancio d'esercizio; tale scelta sarebbe, inoltre, stata maggiormente rispettosa del principio dell'"ordinata contabilità". Come già si è detto, un criterio di classificazione distinto, a seconda che le partecipazioni abbiano o meno natura durevole, è ora previsto dalle norme di attuazione della IV direttiva comunitaria.

del principio della prudenza nella valutazione. E l'applicazione del principio della prudenza doveva indurre, se non ad attenersi nella valutazione delle partecipazioni al valore di costo, a non accettare nemmeno acriticamente il prezzo di borsa o di mercato. L'Autore considerava, pertanto, necessario tenere conto di tutti gli elementi noti che avevano fittiziamente influito sulla formazione del prezzo (es. manovre speculative) o che potevano farlo ritenere irrealizzabile (es. l'effetto derivante dall'immissione sul mercato delle partecipazioni in proprietà). Pertanto, anche se la valutazione al prezzo corrente fosse stata prevista dall'atto costitutivo o dallo statuto, i redattori del bilancio avrebbero dovuto tenere conto – nell'applicazione di tale metodo – dell'obbligo inderogabile di rappresentare la situazione effettiva del patrimonio sociale e di impedire la distribuzione di utili in realtà insussistenti³⁰. L'Autore considerava, inoltre, necessario che i redattori del bilancio procedessero ad un «esame ragionato» della situazione effettiva della società partecipata³¹.

Nel caso in cui le partecipazioni dovessero essere considerate come valori immobilizzati, in quanto acquistati non con finalità speculative ma al fine di impiegare stabilmente una parte dei capitali disponibili, l'Autore riteneva che non si dovesse tenere conto di eventuali riduzioni transitorie di valore³²; inoltre, in presenza di riduzioni durature di valore, si sarebbe dovuto procedere all'ammortamento della differenza fra il prezzo d'acquisto e quello corrente³³.

L'impostazione seguita da De Gregorio, secondo cui il criterio di valutazione delle partecipazioni doveva essere individuato avendo riguardo alla finalità dell'investimento, era indubbiamente coerente con l'obiettivo della rappresentazione veritiera del patrimonio e – di conseguenza – del risultato di esercizio; essa risultava, al tempo stesso, anticipatoria di una rielabora-

³⁰ A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 291 ss. In altri termini, quand'anche l'atto costitutivo o lo statuto prevedessero quale criterio di valutazione quello del valore attuale (o valore corrente), gli amministratori – in applicazione del principio della prudenza – avrebbero dovuto depurare il prezzo di mercato da tutte quelle variabili che ne avevano distorto la formazione.

³¹ D'altronde, il solo riferimento al valore di mercato avrebbe potuto sottendere il riconoscimento fittizio di plusvalenze in realtà non giustificate alla luce della reale situazione del patrimonio della partecipata, oggetto di valutazione.

³² Tale principio avrebbe, molti anni dopo, trovato codificazione nell'art. 2426, comma 1, n. 3), c.c. – attualmente in vigore – in forza del quale le immobilizzazioni devono essere svalutate soltanto in presenza di perdite durevoli di valore.

³³ A. DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*², Milano, 1938, p. 302 s. Al contrario, il richiamato art. 2426, comma 1, n. 3), c.c. prevede oggi che la perdita durevole di valore determini una svalutazione integrale nel momento in cui si rende manifesta.

zione legislativa che avrebbe raggiunto piena maturazione soltanto molti anni dopo³⁴.

Analogamente, quanto alla scelta del criterio di valutazione, l'Autore correttamente reputava prioritario – nella redazione del bilancio – l'obiettivo della rappresentazione della situazione effettiva del patrimonio sociale, non ritenendo vincolante la valutazione al prezzo di costo, in quanto, normalmente, non espressiva del valore effettivo degli elementi patrimoniali; per contro, l'iscrizione ad un valore superiore – pur nel rispetto del principio della prudenza – doveva considerarsi lecita nella prospettiva della rappresentazione della situazione effettiva del patrimonio della società. Egli, peraltro, non riteneva di accogliere inopinatamente alcuna delle teorie proposte dalla dottrina, considerando opportuno – nella valutazione – tenere conto di tutti gli elementi (valore corrente, situazione effettiva della società, ecc.) che in qualche modo potessero incidere sul valore effettivo delle partecipazioni.

4. I risultati raggiunti dalla dottrina in tema di classificazione e di valutazione delle partecipazioni: un quadro di sintesi

In definitiva, pur in assenza di prescrizioni legislative, la dottrina dell'epoca aveva elaborato criteri di iscrizione e di valutazione delle partecipazioni che anticipavano le soluzioni che sarebbero state adottate in sede di attuazione della IV direttiva comunitaria e di recepimento dei principi contabili internazionali.

Da un lato, infatti, per quanto concerne la classificazione in bilancio, essa aveva ravvisato l'opportunità di iscrivere le voci di bilancio secondo il criterio della maggiore o minore facilità di realizzazione in denaro. Riteneva, inoltre, opportuno tenere distinte le partecipazioni – quantomeno ai fini valutativi – a seconda che fossero state acquistate con finalità speculativa o quale investimento durevole. Come si può agevolmente rilevare, tale criterio è coincidente con quello della destinazione, fatto proprio dal legislatore del 1991³⁵.

Dall'altro lato, relativamente ai criteri di valutazione, la dottrina riteneva che l'iscrizione al valore di costo non potesse essere assunta quale "regola generale"³⁶. Anzi, l'iscrizione al valore di costo, da un lato, non forniva in-

³⁴ Come si è già anticipato, la previsione di criteri di valutazione distinti a seconda della durata dell'investimento sarà prevista soltanto dalla IV direttiva comunitaria.

³⁵ Nel prospetto di stato patrimoniale previsto dall'art. 2424 c.c., infatti, le partecipazioni trovano collocazione tra le immobilizzazioni, se destinate ad essere utilizzate durevolmente nell'economia dell'impresa, e nell'attivo circolante in caso contrario.

³⁶ Anche se il criterio del costo sembrava più rispettoso del principio della prudenza. Ma

formazioni sulle condizioni attuali del patrimonio sociale della partecipata e, dall'altro, comportava l'attribuzione della plusvalenza ad un unico esercizio – quello in cui aveva luogo la vendita delle partecipazioni –, anche quando la plusvalenza stessa fosse maturata nel corso di più esercizi. La dottrina più attenta, quindi, nel prendere atto che non esisteva un criterio di valutazione pacificamente accolto e, dunque, preferibile rispetto ad altri, considerava opportuno che i redattori del bilancio tenessero conto di tutti gli elementi che potevano incidere sul valore delle partecipazioni, procedendo anche ad un “esame ragionato” della situazione effettiva della società partecipata³⁷. Quindi, anche con riguardo ai criteri di valutazione si gettava un ponte fra la scarna disciplina dell'epoca e la normativa che avrebbe trovato applicazione molti anni dopo.

5. *Le proposte di riforma del Codice di Commercio con particolare riferimento al bilancio di esercizio*

Nel 1894 venne nominata una Commissione ministeriale per la revisione del Codice di Commercio. La Sottocommissione incaricata dello studio della legislazione delle società commerciali propose di aggiungere all'art. 176 un capoverso che conteneva, al n. 3), la previsione secondo cui i titoli (e le merci) dovevano essere valutati al prezzo di acquisto, purché non eccedesse il prezzo corrente alla data di chiusura dell'esercizio³⁸. I lavori della Commissione non ebbero, tuttavia, seguito in sede legislativa.

Successivamente, nel 1919 fu nominata una nuova Commissione con l'in-

questo soltanto in apparenza: infatti, una applicazione rigida di tale criterio avrebbe trascurato completamente qualsiasi considerazione in ordine al valore attuale della partecipazione, risultante dal valore di mercato – ove disponibile – o dal valore effettivo del patrimonio sottostante.

³⁷ E l'esame della situazione effettiva della società partecipata poteva avvenire sia attraverso l'indagine dell'andamento patrimoniale della società stessa, analogamente a quanto avviene oggi nell'applicazione del metodo del patrimonio netto, sia per il tramite della considerazione delle prospettive reddituali della partecipata, che costituisce – secondo i principi contabili internazionali – una delle basi di riferimento per la valutazione al valore attuale (o *fair value*).

³⁸ Sul punto, v., in particolare, *Relazione e verbali delle discussioni della Sottocommissione per lo studio della legislazione delle società commerciali, nominata nell'adunanza plenaria del 12 maggio 1894 dalla Commissione istituita dal Ministro Guardasigilli* (V. CALENDÀ) con decreto del 12 aprile 1894 per studiare e proporre riforme al Codice di comm. (VIVANTE relatore), Roma, 1895, p. 157. Tale criterio non operava, pertanto, una distinzione fra partecipazioni detenute a scopo durevole, in relazione alle quali una perdita di valore soltanto temporanea poteva essere ininfluyente, e partecipazioni detenute a fini speculativi, per le quali una semplice riduzione del prezzo corrente doveva opportunamente essere tenuta in considerazione.

carico di studiare e di proporre la riforma del Codice di Commercio³⁹. La Commissione formulò un «*Progetto preliminare*», da cui scaturì un disegno di legge per la delega al Governo della facoltà di pubblicare nuovi codici di procedura civile, di commercio e per la marina mercantile, nonché di apportare emendamenti al Codice Civile⁴⁰. Dopo l'approvazione di tale disegno di legge, venne designata, con regio decreto 3 giugno 1924, una Commissione suddivisa in diverse Sottocommissioni incaricate, rispettivamente, di predisporre i progetti dei nuovi codici⁴¹. L'apposita Sottocommissione, che doveva occuparsi della predisposizione del progetto di Codice di Commercio, vi pervenne nel 1925⁴². L'art. 236 di tale progetto stabiliva, al n. 3), che i titoli dovevano essere iscritti al prezzo corrente dell'ultimo semestre⁴³; al successivo n. 9), prevedeva che il bilancio doveva contenere l'elenco delle partecipazioni detenute in altre società (nazionali), indicando gli utili conseguiti su ciascuna⁴⁴. Ai lavori preparatori non seguì, tuttavia, la riforma.

In seguito, venne nominata una nuova Commissione con l'incarico di esaminare alcune importanti questioni riguardanti l'ordinamento delle società anonime, tra cui la redazione del bilancio d'esercizio⁴⁵. Con riferimento a tale ultimo profilo, la Commissione propose norme analitiche riguardanti le poste da iscrivere e le relative regole di valutazione⁴⁶. In particolare, l'art. 1 del progetto di legge richiedeva l'indicazione distinta di una serie di elementi patrimoniali, tra cui «*i titoli azionari ed obbligazionari, le partecipazioni ed*

³⁹ Già nel 1894, e successivamente nel 1905, erano state nominate apposite commissioni con tale compito. Tuttavia, le relazioni da esse presentate non avevano avuto seguito in sede legislativa.

⁴⁰ Il «*Progetto preliminare*» può essere letto in COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, Milano, 1922.

⁴¹ La Sottocommissione incaricata di predisporre il Progetto di Codice di Commercio era presieduta dal senatore D'AMELIO, Primo Presidente della Corte di Cassazione.

⁴² *Progetto di riforma del Codice di Commercio del 1925* (2 vol., contenenti il Progetto e la Relazione della Commiss. Reale), Roma, 1925.

⁴³ Tale metodo di valutazione, limitatamente alle partecipazioni aventi un valore di mercato, anticipava, dunque, il criterio del *fair value*; mentre sarebbe stato di difficile applicazione per le altre partecipazioni.

⁴⁴ Il progetto conteneva, dunque, i primi germi di quella che sarebbe stata, molti anni dopo, la relazione degli amministratori.

⁴⁵ La commissione era formata dal Prof. VIVANTE, dal Prof. DE GREGORIO, dall'Avv. BIAMONTI e dal Prof. FRÈ, segretario.

⁴⁶ Per un esame del progetto di legge, si veda DE GOBBIS, *Le nuove proposte di riforma del codice di commercio riguardanti i bilanci delle società anonime*, lezione tenuta il 4 giugno 1935, estratta dall'annuario del R. Istituto 1934-1935, Torino.

*interessenze in altre società in quanto non risultino dai suddetti titoli*⁴⁷. L'art. 4 prevedeva che le partecipazioni non azionarie dovevano essere valutate «secondo il valore risultante dall'ultimo bilancio delle aziende alle quali la società partecipa o da quegli eventuali elementi, a conoscenza degli amministratori, che possano indurli a ridurre il valore delle partecipazioni suddette»⁴⁸. L'art. 6, infine, indicava regole di valutazione distinte per i titoli azionari (e obbligazionari), a seconda che fossero o meno quotati in borsa: i primi dovevano essere iscritti per un prezzo non superiore a quello medio degli ultimi tre mesi⁴⁹, mentre, per i titoli non quotati, non si poteva superare il prezzo di acquisto; il loro valore doveva, inoltre, essere ridotto qualora la convenienza di tale deprezzamento poteva desumersi «nel momento della redazione del bilancio, dai bilanci delle società od enti emittenti dei titoli o da altri elementi a conoscenza degli amministratori»⁵⁰. Infine, l'eventuale iscrizione dei titoli per un valore superiore a quello risultante dal bilancio dell'esercizio precedente doveva essere esplicitamente indicata dagli amministratori nella relazione⁵¹. Anche tale ultima proposta non venne tradotta in legge.

⁴⁷ Il progetto di legge operava, dunque, una distinzione fra partecipazioni rappresentate da azioni e altre partecipazioni, senza avere riguardo alla natura durevole o speculativa dell'investimento.

⁴⁸ Il criterio di valutazione delle partecipazioni non azionarie doveva, pertanto, tenere conto del patrimonio netto della società partecipata, nonché di ulteriori elementi – desunti, in assenza di un valore di mercato, dalle prospettive reddituali della partecipata stessa – che ne potevano far presumere una perdita di valore.

⁴⁹ Come si può agevolmente rilevare, il prezzo medio (dell'ultimo trimestre) di borsa – contrariamente a quanto previsto nel progetto redatto dalla Sottocommissione del 1925 – rappresentava non l'importo da indicare in bilancio, ma il limite massimo di valutazione.

⁵⁰ Il patrimonio netto della partecipata assumeva, dunque, rilevanza soltanto in negativo, cioè quale termine di riferimento per un'eventuale svalutazione.

⁵¹ La disposizione, che consentiva di iscrivere in bilancio un utile solo sperato, era stata criticata da DE GOBBIS, *Le nuove proposte di riforma del codice di commercio riguardanti i bilanci delle società anonime*, lezione tenuta il 4 giugno 1935, estratta dall'annuario del R. Istituto 1934-1935, Torino. Evidentemente, l'iscrizione ad un valore superiore a quello risultante dal bilancio dell'esercizio precedente poteva avvenire soltanto per le azioni quotate, le quali – come si è detto – dovevano essere valutate ad un prezzo non superiore a quello medio degli ultimi tre mesi; le altre azioni, infatti, non potevano essere iscritte ad un valore superiore al prezzo di acquisto.

