

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra Principi Contabili Internazionali

**IL NUOVO IFRS SULLA REDAZIONE
DEL BILANCIO CONSOLIDATO:
UN'ANALISI
EMPIRICA SULLE PROBLEMATICHE
INERENTI AL CONSOLIDAMENTO
DELLE SPECIAL PURPOSE
ENTITIES.**

Relatore:

Prof. Di Lazzaro Fabrizio

Candidato:

Narici Lorenzo

Matricola 652251

Correlatore:

Prof. Fortuna Fabio

A.A. 2013/2014

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
-------------------	---

CAP I

I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI IAS/IFRS E IL BILANCIO CONSOLIDATO.....		7
1	Il processo di armonizzazione contabile.....	7
1.1	Principali differenze tra disciplina civilistica e IAS/IFRS.....	11
2	Gli standard setter.....	14
2.1	L'IFRS Foundation.....	14
2.1.1	Il processo di emanazione degli IAS/IFRS.....	17
2.1.2	L'omologazione europea degli IAS/IFRS.....	19
2.2	Il FASB.....	20
2.3	L'OIC.....	21
3	Il bilancio consolidato.....	22

CAP II

LE SPECIAL PURPOSE ENTITIES.....		27
1	Definizioni e origini.....	28
1.1	Origine delle special purpose entities.....	29
1.2	La securitisation.....	32
1.2.1	La strutturazione dell'operazione: il credit enonchement.....	35
2	Lo sviluppo delle SPE.....	40
2.1	L'evoluzione della cartolarizzazione dei mutui ipotecari....	40
3	Le tipologie di veicoli societari.....	44
3.1	Leasing and financing SPEs.....	44
3.2	Asset and re-packaging SPEs.....	46

3.3 Funds SPEs.....	46
4 Il caso Enron.....	51
4.1 La storia del gruppo Enron.....	51
4.2 Il ruolo delle SPE.....	53

CAP III

IL PROCESSO DI EMANAZIONE DELLA NUOVA DEFINIZIONE DI CONTROLLO.....	58
1 Le fasi del processo.....	58
1.1 La definizione di controllo prima dell'introduzione dell'IFRS 10.....	64
1.2 La genesi del progetto comune tra IASB e FASB.....	68
1.3 L'Exposure Draft 10 del dicembre 2008.....	69
1.3.1 il Cambiamento della definizione di controllo.....	71
1.3.2 la disciplina delle structured entities.....	77
1.3.3 benefici e costi della nuova definizione di controllo..	82
1.3.4 La visione alternativa di alcuni componenti del Board.....	84
1.3.5 I commenti all'ED 10.....	87
1.4 L'omologazione del principio contabile.....	87
2 L'IFRS 12.....	95
3 Le modifiche all'IFRS 10 e 12.....	98

CAP IV

IL CONSOLIDAMENTO DELLE SPE: UN'ANALISI EMPIRICA.....	100
1 Studio dell'EFRAG.....	101
1.1 Modalità di svolgimento.....	101
1.2 Risultati dello studio.....	103
2 Analisi di alcune tipologie di veicoli societari.....	108
2.1 Analisi SPE del gruppo UniCredit.....	108
2.1.1 La cartolarizzazione "CONSUMER ONE"	110
2.1.2 La cartolarizzazione "ARABELLA FINANCE"	116
2.1.3 La cartolarizzazione "SALOME FUNDING"	122
2.2 Analisi SPE del gruppo Intesa SanPaolo.....	126
2.2.1 La cartolarizzazione "ROMULUS FUNDING"	127
2.2.2 La cartolarizzazione "DUOMO FUNDING"	130
CONCLUSIONI.....	135
BIBLIOGRAFIA.....	140
STANDARD E DRAFT IASB.....	142
ATTI NORMATIVI.....	143
SITOGRAFIA.....	144
BILANCI E RELAZIONI FINANZIARIE.....	146

INTRODUZIONE

A seguito dell'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS e, quindi, dell'utilizzo di un linguaggio comune nella redazione dei bilanci, è aumentata ancor di più la rilevanza del bilancio consolidato che rappresenta, infatti, il principale punto di riferimento per qualsiasi soggetto che desidera ottenere informazioni sullo stato di "salute" del gruppo societario. A partire dai bilanci consolidati del 2014, redatti applicando gli IAS/IFRS, sarà obbligatoria l'applicazione di nuovi standard contabili disciplinanti la redazione di tale bilancio.

Il presente lavoro, in particolare, tratta il nuovo principio contabile IFRS 10 recante il consolidamento dell'entità controllate dalla capogruppo. Si focalizzerà sul consolidamento di alcune particolari tipologie di società, ovvero le società veicolo, alla luce del nuovo principio.

Gli obiettivi del presente lavoro sono i seguenti. In primis si vogliono individuare le ratio che hanno portato all'emanazione dell'IFRS 10. Di conseguenza sarà analizzato l'intero processo di emanazione del nuovo standard, mettendo in luce i cambiamenti più significativi. Il lavoro, inoltre, si concentrerà sulle modifiche introdotte per quanto concerne il consolidamento delle società veicolo.

L'altro obiettivo che si è cercato di raggiungere è l'individuazione dei possibili effetti derivanti dall'applicazione dell'IFRS 10 sul consolidamento dei veicoli societari. Per raggiungere tale obiettivo è stata individuata un'ipotesi, verificata tramite un'analisi empirica su alcuni veicoli costituiti dai due principali gruppi bancari italiani (UniCredit e Intesa SanPaolo). L'ipotesi, verificata attraverso l'analisi empirica, è che il nuovo principio ha fornito una maggiore informativa fuori bilancio sui veicoli societari, ma ha comportato una riduzione del perimetro di consolidamento, in seguito al minor numero di SPE consolidate.

Nel Capitolo I “I principi contabili internazionali IAS/IFRS e il bilancio consolidato” sarà illustrato brevemente il processo di armonizzazione contabile che ha portato all’adozione dei principi IAS/IFRS in Italia. Inoltre, saranno individuate le principali differenze esistenti con la disciplina civilistica. Nella seconda parte del Capitolo I sarà analizzato il funzionamento dei principali standard setter. Infine, nella terza, e ultima parte, sarà analizzato il funzionamento del bilancio consolidato e le modalità di redazione.

Il Capitolo II “Le Special Purpose Entities” spiegherà dettagliatamente le origini, modalità di utilizzo e sviluppo che, le Special purpose Entities, hanno avuto nel corso degli anni. Il Capitolo II si concluderà con l’analisi delle principali categorie di Special Purpose Entities.

Nel Capitolo III “Il processo di emanazione della nuova definizione di controllo” sarà illustrato l’intero processo di emanazione della nuova definizione di controllo, analizzando, dettagliatamente ogni singola fase e i principali cambiamenti apportati.

Infine, nel IV e ultimo Capitolo “Il consolidamento delle SPE: un’analisi empirica” sarà illustrata un’analisi empirica condotta su alcuni veicoli costituiti dal gruppo UniCredit e dal gruppo Intesa SanPaolo, al fine di verificare gli effetti del nuovo principio sul consolidamento delle SPE. Inoltre, in questo capitolo, sarà analizzato uno studio condotto dall’ERAG relativamente agli effetti del consolidamento delle SPE con l’applicazione dell’IFRS 10. Attraverso l’analisi empirica effettuata sono state individuate alcune analogie con lo studio dell’ EFRAG.

Alla fine del lavoro si cercherà di giungere a delle conclusioni dove saranno sintetizzati i risultati della presente ricerca.

CAP I

I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI IAS/IFRS E IL BILANCIO CONSOLIDATO

In questo capitolo verrà fornita una panoramica generale sui principi contabili internazionali e sul bilancio consolidato. In particolare, nella prima sezione sarà illustrato brevemente il processo di armonizzazione che ha portato all'adozione di tali principi e le principali differenze con la disciplina civilistica.

Nella seconda sezione, sarà spiegato il funzionamento dello standard setter preposto all'emanazione dei principi contabili. Infine, nella terza sezione, saranno illustrate le modalità di redazione del bilancio consolidato.

1 Il processo di armonizzazione contabile

Il processo di introduzione dei principi contabili internazionali IAS(International Accounting Standard)¹ è stato fortemente voluto dall'Unione Europea al fine di consentire un'armonizzazione in materia contabile, che permetta una maggiore comparabilità dei bilanci di società operanti in diversi paesi.

La creazione di un mercato interno, caratterizzato dall'eliminazione degli ostacoli alla libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali è uno degli obiettivi prioritari fissati dal Trattato CEE del 1957². Il perseguimento di quest'obiettivo ha reso necessario un coordinamento, a livello comunitario, della disciplina commerciale dei diversi Paesi membri. Tale coordinamento, rappresenta una

¹ I principi contabili internazionali emanati dal 2005 in poi prendono il nome di IFRS (International Financial Reporting Standards).

² Fondazione Luca Pacioli, (22 maggio 2002), "L'armonizzazione contabile nell'Unione Europea" studio n.4, documento n.13.

condizione essenziale per la crescita e lo sviluppo d'impresе intenzionate ad operare e reperire capitali in tutti i paesi europei.

In quest'ottica, l'uniformità dei bilanci delle imprese europee rappresenta, per l'UE, uno degli obiettivi principali da perseguire per favorire il processo d'internazionalizzazione delle imprese degli stati membri. Infatti, la difformità dei criteri contabili adottati nella redazione dei bilanci delle imprese europee determina, una scarsa comparabilità tra tali bilanci e, conseguentemente, una notevole difficoltà per gli operatori economici di poter prendere delle decisioni consapevoli.

Attraverso l'utilizzo dei principi contabili nazionali non è possibile, quindi, offrire una visione chiara della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della propria società in ambito internazionale; questo risulta essere un forte ostacolo alla creazione di un mercato comune. Dallo stesso lato, non è possibile pensare che la società rediga tanti bilanci quanti siano i mercati in cui intenda quotarsi o voglia comunque operare. Infatti, la redazione di diversi bilanci non solo implica un notevole aggravio di costi per i *preparers*³, ma crea anche notevoli confusioni per gli *users*⁴ del bilancio.

Tutto quanto appena detto fa comprendere il perché sia utile non solo per le imprese, ma per l'intera collettività, la redazione di un bilancio unico che presenti gli stessi criteri e postulati di redazione per tutti i paesi membri.

Il primo tentativo di armonizzazione contabile avviene a cavallo tra la fine degli anni '70 e gli inizi degli anni'80, attraverso l'emanazione di tre direttive Europee (la IV°, la VII° e l'VIII°)⁵. Le direttive rappresentano però un atto indiretto del potere normativo dell'UE; a differenza, infatti, dei Regolamenti Europei, direttamente applicabili

³ Con questo termine ci si riferisce alla categoria di stakeholder (letteralmente "portatori di interesse") che ha il compito della redazione del bilancio d'esercizio.

⁴ Con questo termine ci si riferisce a tutti quei soggetti che possono essere interessati alla consultazione del bilancio d'esercizio. Tale categoria comprende al suo interno diversi possibili stakeholder (investitori, fornitori, clienti ecc).

⁵ Fondazione Luca Pacioli, (22 maggio 2002), "L'armonizzazione contabile nell'Unione Europea" studio n.4, documento n.13.

nei confronti dei diversi stati membri, queste, una volta emanate sono valide solo dopo essere state recepite internamente dai singoli stati membri. Il recepimento interno di tali direttive è stato spesso molto lento; basti pensare che in Italia per recepire la IV Direttiva UE ci sono voluti ben 13 anni. Inoltre, c'è da aggiungere che tali Direttive lasciavano numerose opzioni alla discrezionalità applicativa degli stati membri e contenevano lacune su alcune materie contabili.

Il legislatore europeo si rende conto, dopo le esperienze negative delle Direttive, che per giungere ad un' incisiva armonizzazione contabile è necessario operare per la "porta principale", ovvero attraverso l'emanazione di un Regolamento.

Nel 2002, così, l'UE emette il Regolamento CE n 1606/2002 recante "Applicazione di principi contabili internazionali". Tale Regolamento ha imposto l'obbligo, per la redazione del bilancio consolidato, a partire dal 1 gennaio 2005 di utilizzo dei principi contabili IAS/IFRS per determinate tipologie di società. Allo stesso tempo il Regolamento ha lasciato agli stati membri discrezionalità su alcuni temi previsti dall'atto legislativo da recepire internamente.

L'Italia con il Decreto Legislativo n.38/2005 recante "Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali" ha sciolto le opzioni previste dal Regolamento Comunitario optando per una forte adesione a tali principi. In particolare, è stata decisa l'estensione dell'utilizzo di tali standard contabili al normale bilancio d'esercizio e non solo quindi per il consolidato. Questo è stato un errore strategico non indifferente che ha causato forti problematiche negli anni successivi alla *First Time Adoption*⁶ dei principi internazionali.

In quanto, si ricorda, gli IAS/IFRS nascono e sono strutturati per il bilancio consolidato al fine di fornire una maggiore informativa e comparabilità dei dati. In Italia, estendendoli anche al bilancio

⁶ Con tale termine ci si riferisce alla data relativa alla prima adozione in bilancio dei principi contabili IAS/IFRS (quindi il 2005).

d'esercizio si sono create una serie di discrasie con la disciplina civilistica, ma soprattutto con la disciplina fiscale per quanto concerne il calcolo della base imponibile sulla quale poi verrà applicata l'aliquota fiscale. In questo senso l'Italia si è mossa contro corrente rispetto alla maggioranza dei paesi europei, che ha deciso per l'adozione esclusiva per il consolidato.

Con tale Decreto sono stati individuati i cosiddetti "Soggetti IAS", cioè quei soggetti tenuti alla redazione del bilancio d'esercizio e consolidato secondo i nuovi criteri contabili; questi sono:

- A. *Società quotate*: obbligo di adozione a partire dal 1° gennaio 2005 per il bilancio consolidato; dal 1° gennaio 2006 per il bilancio d'esercizio, con facoltà di applicazione anticipata al 1° gennaio 2005;
- B. *Società aventi strumenti diffusi tra il pubblico in maniera rilevante*: stessa normativa prevista al punto A;
- C. *Banche e intermediari vigilati*: stessa normativa prevista nei punti A e B;
- D. *Società assicurative*: Obbligo di adozione a partire dal 1° gennaio 2005 per il bilancio consolidato; dal 1° gennaio 2006 per il bilancio d'esercizio, con facoltà di applicazione anticipata al 1° gennaio 2005, esclusivamente se sono quotate e non redigono il consolidato;
- E. *Società incluse nel bilancio consolidato di società obbligate a redigere i bilanci secondo la disciplina IAS*: si tratta, quindi, delle società facenti parti del gruppo di una delle tipologie di società descritte nei punti precedenti. Per queste società vi è la facoltà, e non l'obbligo, a partire dal 1° gennaio 2005, di adozione di tali principi;
- F. *Società non disciplinate nei punti precedenti*: la facoltà di adozione dei principi contabili internazionali è subordinata all'emanazione di un decreto ministeriale del Ministero

dell'Economia e delle Finanze; decreto che non è mai stato emanato⁷.

Sono escluse, cioè non possono applicare gli IAS/IFRS, le società che hanno la facoltà di redazione del bilancio d'esercizio in forma abbreviata secondo quanto previsto dal codice civile e le società assicurative non quotate. Il decreto ha previsto, inoltre, che qualora le società, tra quelle che ne hanno la facoltà, decidano di adottare gli IAS/IFRS, queste possono revocare tale scelta solo in casi eccezionali indicando i motivi in nota integrativa.

In conclusione è possibile affermare che il Regolamento UE n. 1606/2002 ha introdotto una rivoluzione copernicana ed ha finalmente dato atto ad un processo di armonizzazione contabile a livello europeo dopo decenni di tentativi mai andati a buon fine. Tuttavia, il processo di armonizzazione contabile, non può definirsi compiuto, numerosi sono ancora i temi da trattare. In particolare bisognerà studiare se e come estendere gli IAS/IFRS anche alle altre società che attualmente redigono i bilanci seguendo le rispettive discipline nazionali. Il processo di convergenza contabile non va visto in un'unica direzione, cioè principi contabili nazionali versus principi contabili internazionali IAS/IFRS, ma in una duplice convergenza. Oltre alla convergenza verso i principi europei vi è un'ulteriore convergenza degli stessi verso i principi contabili americani; il fine ultimo è quello di giungere a degli standard univoci che possano essere applicati in ambito internazionale, rispondendo così alle problematiche causate dalla globalizzazione dei mercati.

1.1 Principali differenze tra disciplina civilistica e IAS/IFRS

Il codice civile prevede tre articoli che disciplinano la redazione del bilancio d'esercizio: l'art 2423 (Principi generali di bilancio), il 2423 bis (Principi generali di valutazione) e il 2423 ter (Principi generali sugli schemi di bilancio).

⁷ Decreto Legislativo n.38/2005, Art. 3,4 e 5.

Per quanto riguarda, invece, gli IAS/IFRS, esiste un Conceptual Framework⁸ che disciplina i criteri generali di redazione del bilancio e può essere paragonato ai tre articoli previsti dal nostro codice civile. In questo caso dunque i principi generali vengono forniti in maniera diretta e non bisogna ricavarli indirettamente, come avviene invece per il codice. Gli schemi di bilancio sono disciplinati da un principio contabile ad hoc: lo IAS 1.

Le principali differenze ricavabili dall'analisi del Framework IAS e degli articoli del codice sono:

1. *Finalità del bilancio e soggetti destinatari*: l'art 2423 cc stabilisce che il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, finanziaria e il risultato economico d'esercizio. Il codice civile si riferisce, quindi, alla categoria dei creditori sociali tutelando dalla possibilità che vengano effettuati annacquamenti di capitale.

Il Framework IAS, invece, stabilisce che le finalità sono quelle di fornire informazioni sulla situazione patrimoniale, sul risultato economico e sulle variazioni nella struttura finanziaria dell'impresa, utili ad un'ampia gamma di utilizzatori (cosiddetti "stakeholder") al fine di prendere decisioni in campo economico. Gli IAS dunque si riferiscono ad un'ampia categoria di utilizzatori: a tutti quei soggetti che sono chiamati a prendere decisioni economiche sull'azienda;

2. *Composizione del bilancio*: il codice civile sancisce che il bilancio si compone di stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa. Gli IAS/IFRS, invece, prevedono anche la presenza di un rendiconto finanziario (Cash Flow Statement)

⁸ Il Conceptual Framework è il documento che, tanto nel sistema contabile IAS/IFRS quanto in quello americano, definisce i concetti e i principi che costituiscono le fondamenta sulle quali si regge l'intero sistema contabile. Il Framework definisce, ad esempio: la funzione e le caratteristiche qualitative del bilancio, chi siano gli utilizzatori del bilancio, ecc.

e di un documento che illustri le variazioni del patrimonio netto (Equity Statement); la disciplina civilistica prevede esclusivamente delle informazioni in nota integrativa sulle movimentazioni delle voci del patrimonio netto;

3. *Principi di redazione del bilancio*: il codice civile (art 2423bis) mette al primo posto la prudenza e al secondo la competenza. Altri principi previsti sono la prevalenza della sostanza sulla forma. Gli IAS/IFRS, invece, mettono al primo posto la competenza economica e il funzionamento aziendale (cosiddetto “going concern”), mentre la prudenza è messa in secondo piano; ciò è dovuto alle diverse finalità dei principi. Una differenza rilevante è che i principi contabili internazionali, a differenza del codice, prevedono la prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica, applicando così un approccio meno giuridico;
4. *Criteri di valutazione e reddito determinato*: Il codice civile (art 2426) prevede dei criteri di valutazione basati fortemente sul costo storico, al fine del rispetto del principio della prudenza e per la tutela dei creditori sociali. Questo fa sì che si arrivi alla determinazione di un reddito realizzato e quindi interamente distribuibile. Gli IAS/IFRS, invece, introducono in bilancio la rivoluzione copernicana del *Fair value*, fortemente legato al principio della prevalenza della sostanza sulla forma; l'utilizzo di valori di mercato fa sì che si giunga alla determinazione di un reddito potenziale, definito “Comprehensive income”, ovvero reddito allargato, poiché comprende al suo interno anche fenomeni puramente valutativi. Il reddito determinato con gli IAS non è quindi un reddito totalmente realizzato e quindi distribuibile, ma serve per dare indicazioni sulla performance aziendale futura agli utilizzatori del bilancio.

I principi contabili IAS/IFRS introducono, quindi, dei cambiamenti sostanziali rispetto a quanto previsto dalla disciplina civilistica. L'obiettivo finale degli standard internazionali è quello di rendere comparabili i bilanci e fornire tutte le informazioni (in particolare quelle future e potenziali) affinché gli stakeholders possano prendere decisioni economiche in merito a una determinata società. Questa forte rivoluzione è catturata dall'introduzione del concetto di *fair value*, applicato a molte parti del bilancio. Il cambiamento come si può comprendere non è stato indolore poiché passare da un criterio di redazione del bilancio in cui la prudenza fa da padrone assoluto ad uno dove, invece, la prudenza è messa in secondo piano, non è immediato ed ha richiesto uno sforzo notevole ai preparers nella redazione dei nuovi bilanci.

2 Gli standard setter

Con il termine inglese "standard setter" si individuano le autorità preposte all'emissione di principi contabili. Gli standard setter internazionali sono l'IFRS Foundation e il FASB (l'organismo statunitense). L'organismo nazionale, costituito per tale scopo è l'OIC (Organismo Italiano di contabilità).

In questa sezione sarà analizzata nel dettaglio l'IFRS Foundation e sarà fornito qualche breve accenno sugli altri due standard setter.

2.1 L'IFRS Foundation

L'autorità preposta all'emissione dei principi contabili internazionali è l'IFRS Foundation, attraverso l'International Accounting Standard Board (IASB), organismo che raccoglie l'eredità dell'International Accounting Standard Committee (IASC). Lo IASC fu costituito nel 1973 dall'International Federation of Accountants (IFAC), l'organizzazione che rappresenta la professione contabile

internazionale, allo scopo di promuovere l'armonizzazione delle regole per la predisposizione dei bilanci delle società⁹. Nelle intenzioni dell'IFAC, l'obiettivo dell'armonizzazione dei principi contabili doveva essere perseguito mediante la pubblicazione di principi contabili, denominati IAS (International Accounting Standards) utilizzati, dalle commissioni preposte all'emanazione dei principi contabili dei paesi membri dell'IFAC, quale riferimento nell'emissione e l'aggiornamento delle regole nazionali. Il processo di revisione ed integrazione dei principi contabili IAS esistenti è stato seguito, nei primi mesi del 2001, dalla revisione della struttura dello IASC. La struttura esistente era ancora dipendente esclusivamente dalla professione contabile internazionale e, pertanto, era inadeguata per l'approvazione di principi contabili condivisi che potessero essere riconosciuti ed accettati a livello internazionale. Di conseguenza, è stata progettata e realizzata una nuova struttura organizzativa, che non coinvolgesse solo la professione contabile internazionale nella preparazione dei principi contabili internazionali.

Il 1° luglio 2010 l'ISAC Foundation cambia ufficialmente il nome in IFRS Foundation, deputata all'emanazione dei nuovi standard contabili. Tale cambiamento ha lo scopo di far comprendere, in maniera incisiva, qual è il ruolo svolto dalla Fondazione. La composizione della "nuova" IFRS Foundation, assicura un'adeguata rappresentazione geografica a tutte le parti interessate all'emissione di principi contabili di generale accettazione:

- *Preparers*: soggetti che si occupano di redigere i bilanci delle società;
- *Academics*: rappresentanti del mondo accademico ;
- *Users*: investitori ,analisti finanziari e utilizzatori dei bilanci;
- *Auditors*: incaricati della certificazione dei bilanci;
- *Regulators*: organismi pubblici che si occupano di regolamentazione in materia contabile/finanziaria.

⁹ <http://www.iasplus.com/en/resources/ifrsf/governance/ifrsf-constitution>.

L'IFRS Foundation è composta da (Figura 1.1):

1. *L'IFRS Foundation*: che comprende al suo interno due Board:
 - *Lo IASB*: che si occupa di elaborare ed emanare i principi contabili internazionali. Lo IASB ha sede a Londra ed è composto da 16 membri di diversa provenienza geografica e professionale;
 - *L'IFRS IC (Interpretations Committee) o IFRIC*: che si occupa di emanare le interpretazioni ufficiali dei principi contabili IAS/IFRS per i quesiti pervenuti riguardanti temi rilevanti, di ampia diffusione e che possano essere risolti senza modifiche importanti degli standard. L'IFRIC è composto da 14 membri, selezionati in modo da assicurare un adeguato mix di competenze;
2. *L'IFRS Advisory Council*: che si occupa di offrire allo IASB una consulenza di carattere strategico, in merito alle decisioni sulle attività da svolgere e alle priorità dei progetti da portare avanti. Tale organo è composto da circa 40 membri;
3. *L'IFRS Foundation Trustees*: che si occupa di nominare i membri dell'IFRIC, dello IASB e dell'IFRS Advisory Council, della raccolta fondi per l'organizzazione, ma soprattutto che le decisioni prese dalla Foundation considerino tutte le categorie degli stakeholder. Tale organo è composto da 22 membri, provenienti da diverse aree geografiche;
4. *L'IFRS Foundation Monitoring Board*: tale organo inizialmente non era previsto, nasce successivamente a seguito della crisi del 2008 per far sì che sia garantita la componente "pubblica" nel processo che porta all'emanazione dei nuovi standard contabili. Tale organo è composto da 5 elementi:
 - La Commissione europea, nella persona del Commissario responsabile per il mercato interno;

- I chair dello IOSCO Emerging Markets Committee e dello IOSCO Technical Committee;
- La Japan Financial Service Agency;
- La SEC (Securities and Exchange Commission);
- Il Comitato di Basilea: partecipa in qualità di osservatore approvando le nomine dei Trustees e verificando che l'operato degli stessi sia aderente al mandato statutario¹⁰.

Figura 1.1: La composizione dell'IFRS Foundation



Fonte: IFRS Foundation

2.1.1 Il processo di emanazione degli IAS/IFRS

Come abbiamo visto nella precedente sezione l'organo della IFRS Foundation deputato alla redazione ed emanazione degli standard contabili è lo IASB. Il processo di emanazione degli standard contabili segue una specifica procedura nota come *due process*. I principi alla base del *due process* sono:

¹⁰ <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>.

- Trasparenza e accessibilità delle informazioni;
- Ampia consultazione di tutte le categorie di stakeholders durante il processo di emanazione dei nuovi standard contabili;
- Responsabilità chiare e definite nei confronti degli stakeholders.

Il processo di emanazione dei nuovi standard contabili prevede la presenza di sei fasi; vediamole nel dettaglio:

1. *Attività di ricerca*: Lo staff dello IASB può effettuare delle ricerche esplorative per individuare la natura e la portata del problema;
2. *Elaborazione e pubblicazione di un Discussion Paper(DP) o Research Paper(RP)*: Questa fase è facoltativa e viene utilizzata solitamente quando non ci sono altri principi contabili di riferimento. La forma più utilizzata è quella del DP che prevede un documento aperto commentabile da tutti gli stakeholder interessati;
3. *Inserimento nell'agenda dei progetti*: Se dopo le analisi effettuate il tema risulta essere rilevante questo viene inserito nell'agenda dei progetti dello IASB;
4. *Elaborazione e pubblicazione dell'Exposure Draft*: Questa fase è obbligatoria. Il Board predispone un documento, l'Exposure Draft appunto, che disciplina tutte le fattispecie previste dal nuovo principio. Lo IASB chiede agli stakeholder di commentarlo in un periodo compreso tra i 90 e 120 gg. Durante questo lasso di tempo si possono proporre modifiche e migliorie sulle quali poi il Board è chiamato a discutere;
5. *Elaborazione e pubblicazione dell'IFRS*: lo IASB considerati i commenti ricevuti e dopo aver effettuato un'analisi d'impatto procede alla pubblicazione dell'IFRS;
6. *Procedure successive alla pubblicazione*: successivamente alla pubblicazione del principio possono manifestarsi

problematiche applicative e necessità di interpretazioni da parte del Board¹¹.

2.1.2 Recepimento europeo degli IAS/IFRS

Dopo che lo IASB ha proceduto alla pubblicazione definitiva di un nuovo standard contabile, questo, per entrare ufficialmente in vigore e avere forza di legge deve essere omologato dall'Unione Europea attraverso una procedura che prende il nome di "endorsement". Prima di omologare il principio contabile attraverso l'emanazione di un Regolamento, l'Ue utilizza la consulenza di due organismi che si occupano di valutare il principio. In particolare i due organi sono:

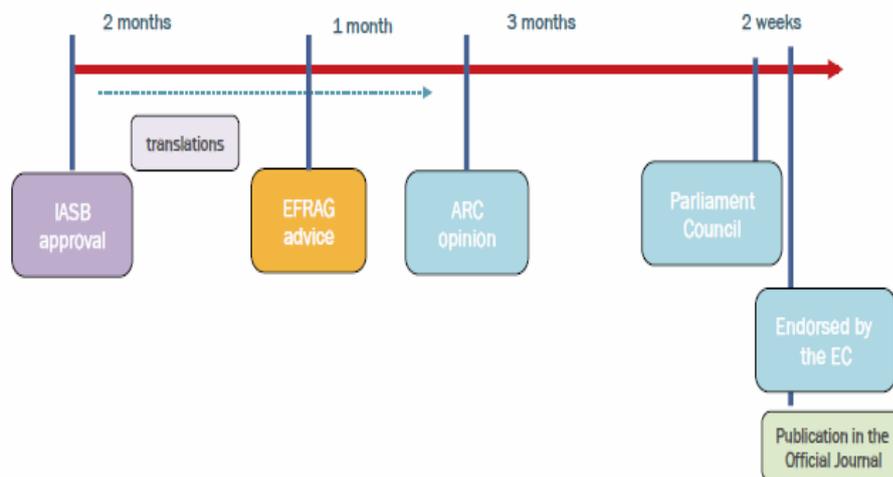
- L' European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG): è stato costituito nel 2001 con lo scopo di fornire una consulenza di carattere tecnico alla commissione europea per l'omologazione degli standard contabili. Tale organo ha anche una funzione proattiva, potendo sollecitare lo IASB ad assumere determinate iniziative;
- L'Accounting Regulatory Committee (ARC): a differenza dell'EFRAG è un organo di carattere pubblico. Tale organismo è composto dai rappresentanti degli stati membri dell'UE ed è presieduto da un rappresentante della commissione. Svolge un ruolo fondamentale in quanto è chiamato a votare sull'omologazione del nuovo principio contabile, tenendo conto delle raccomandazioni pervenute dall'ERAG.

Per quanto riguarda le tempistiche di omologazione di uno standard contabile, queste richiedono almeno 6 mesi. Entro 2 mesi dall'emanazione dello Standard da parte dello IASB, l'EFRAG comunica le sue raccomandazioni sulla base di un'analisi tecnica. A seconda delle tematiche del principio e dai test effettuati il tempo può essere più lungo. Ricevute le raccomandazioni dell'EFRAG, l'ARC

¹¹ <http://www.ifrs.org/How-we-develop-standards/Pages/How-we-develop-standards.aspx>.

si pronuncia, entro 1 mese, circa l'omologazione del principio. Dopo 3 mesi dal giudizio espresso dall'ARC il parlamento europeo è chiamato a riunirsi e deliberare circa l'omologazione o meno del principio; in caso di esito positivo questo viene pubblicato, entro 2 settimane, sulla Gazzetta Ufficiale Europea. In seguito alla pubblicazione del Regolamento Europeo di omologazione del principio questo diventa immediatamente vincolante per tutti gli stati membri. Nella Figura 1.2 è illustrato il processo e le tempistiche di omologazione del nuovo standard contabile.

Figura 1.2 Il processo di omologazione di uno standard contabile



Fonte: Unione Europea.

2.2 Il FASB

Il FASB (Financial Accounting Standards Board) è un organismo non governativo statunitense istituito nel 1973 in sostituzione dell'American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). Il FASB ha, poteri regolamentari in ambito contabile, poiché emana principi che le imprese statunitensi sono tenute a osservare nel redigere il bilancio di esercizio. Il comitato è presieduto da 7 membri a tempo pieno (selezionati dal FAF, Financial Accounting Foundation), che restano in carica 5 anni e possono essere rieletti una sola volta, e

da 68 membri di riconosciuta competenza, che completano lo staff¹². Una volta eletti, essi sono obbligati a chiudere le proprie posizioni professionali presso altre imprese o istituzioni, allo scopo di perseguire l'imparzialità totale dell'ente.

I principi contabili emanati dal FASB, prendono il nome di US GAAP (United States General Accepted Accounting Principles), e forniscono una regolamentazione rigorosa e dettagliata di singole fattispecie inerenti alla relazione del bilancio; gli US GAAP sono obbligatori per tutte le società quotate sul mercato finanziario statunitense. L'operato del FASB è strettamente controllato dall'agenzia federale Securities and Exchange Commission (SEC), che ha anche lo scopo di regolamentare l'intero mercato finanziario statunitense.

2.3 L'OIC

L'Organismo Italiano di Contabilità nasce il 27 novembre 2001 nella veste giuridica di una Fondazione. Alla stipula dell'atto costitutivo hanno partecipato, in qualità di Fondatori, le organizzazioni rappresentative delle principali categorie di soggetti privati interessate alla materia. In particolare, gli attuali Soci Fondatori sono: per la professione contabile, l'Assirevi, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e il Consiglio Nazionale dei Ragionieri; per i preparers, l'Abi, l'Andaf, l'Ania, l'Assilea, l'Assonime, la Confagricoltura, la Confapi, la Confcommercio, la Confcooperative, la Confindustria e la Lega delle Cooperative; per gli users, l'Aiaf, l'Assogestioni e la Centrale Bilanci; per i mercati mobiliari, la Borsa Italiana.

Le attività principali di cui tale organismo si occupa sono:

- a. Emanare i principi contabili per la redazione del bilancio civilistico;
- b. Partecipare all'attività di elaborazione dei principi contabili internazionali;

¹² <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/LandingPage&cid=1175805317407>.

- c. Coadiuvare il legislatore nell’emanazione della normativa in materia contabile;
- d. Promuovere la cultura contabile¹³.

Attualmente l’organismo sta cercando di ottenere un riconoscimento legislativo, per far sì che i suoi poteri siano ancora più incisivi e poter esprimere una voce “più forte” in ambito internazionale; quasi la totalità degli standard setter nazionali, infatti, godono di un riconoscimento legislativo.

3 Il bilancio consolidato

Il bilancio consolidato è lo strumento che consente di rappresentare la realtà patrimoniale, economica e finanziaria di un gruppo societario¹⁴ attraverso un’opportuna eliminazione dei rapporti che hanno prodotto effetti esclusivamente all’interno del gruppo. Tale bilancio è redatto dalla società che controlla il gruppo (cosiddetta holding o controllante) e consente di mostrare il gruppo come se fosse un’unica entità evidenziando esclusivamente i rapporti con i terzi. Si tratta di un documento obbligatorio per alcuni soggetti, ma non avente forza legale; infatti, sebbene questo strumento riesca a stabilire i risultati economici del gruppo, non è ancora possibile utilizzare questo mezzo per poter attribuire gli utili complessivi del gruppo, permettendo dunque di distribuire i dividendi anche a quei soci delle società del gruppo in perdita.

Possiamo quindi affermare che il bilancio consolidato ha una finalità esclusivamente informativa, in quanto non può essere utilizzata per fini fiscali e civilistici.

¹³ http://www.fondazioneoic.eu/?page_id=92;

¹⁴ Un gruppo d’imprese (o gruppo societario, spesso anche chiamato semplicemente gruppo) è un insieme di imprese e/o di società direttamente collegate tra loro sul piano finanziario ed organizzativo.

Un gruppo è comunemente definito come un insieme di unità tra loro autonome dal punto di vista giuridico, assoggettate ad un unico soggetto economico.

Il primo passo fondamentale per la redazione del bilancio consolidato è l'individuazione del perimetro di consolidamento, cioè delle società che devono essere inserite all'interno del bilancio consolidato. La definizione di tale perimetro è un aspetto molto rilevante, perché nel caso in cui una società non venga consolidata le partecipazioni e i rapporti con questa non verranno eliminati dal bilancio, e pertanto sarà trattata come una società terza, anche se in realtà ha un legame con la holding.

Il lavoro si concentrerà proprio sulla modifica del perimetro di consolidamento che si manifesterà a partire dai bilanci dell'esercizio sociale 2014, a seguito all'introduzione di un nuovo principio contabile: l'IFRS 10. Queste modifiche saranno molto rilevanti per tutti i soggetti IAS in quanto comporteranno una modifica del perimetro di consolidamento, in particolare per quanto riguarda i veicoli societari.

La disciplina nazionale prevede che devono essere incluse nell'area di consolidamento le imprese controllate ai sensi dell'art 26 D.Lgs 127/91; cioè quelle sulle quali l'impresa controllante ha:

- a. *Un controllo di diritto* : derivante secondo quanto previsto dal art.2359 del codice civile dalla possibilità di esercitare in maniera diretta o indiretta la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria;
- b. *Un controllo di fatto*: derivante, secondo quanto previsto dall'art.2359 dalla facoltà di esercitare un'influenza dominante (direttamente o indirettamente) in assemblea ordinaria;
- c. *Un controllo congiunto*: l'art 37 del DLgs. 127/91 prevede che sussistano tre condizioni affinché ci sia un controllo congiunto: 1) la partecipazione deve essere qualificata; 2) il controllo deve essere esercitato congiuntamente: nessun socio deve avere il dominio autonomamente; devono esistere precisi accordi contrattuali con gli altri soci al riguardo;

- d. *Una società veicolo*: definite come quelle società create appositamente al fine di realizzare operazioni nell'interesse di un'altra società (ricevere finanziamenti dallo sponsor o da banche per effettuare acquisizioni in nome proprio, o acquistare dallo sponsor un coacervo di crediti e cartolarizzarli, o altre attività, o rami d'azienda, ecc.) anche se non formalmente controllate.

La disciplina IAS presenta delle divergenze dalla disciplina civilistica. In particolare per quanto concerne la definizione del perimetro di consolidamento oggi si fa riferimento al nuovo principio contabile IFRS 10 e all'IFRS 11 per le joint venture. Prima dell'introduzione di tale principio esistevano diversi principi di riferimento: lo IAS 27 che forniva una definizione di controllo, il SIC 12 per il consolidamento dei veicoli societari; lo IAS 28 e il 31 per le joint venture. Nel capitolo III "Il processo di emanazione della nuova definizione di controllo" saranno analizzati dettagliatamente sia i nuovi principi sul consolidamento che i vecchi, con un'enfasi sul processo che ha portato all'emanazione dei nuovi standard.

Un altro aspetto critico per la redazione del bilancio consolidato è la scelta del metodo di consolidamento da utilizzare. In primo luogo bisogna scegliere se effettuare un consolidamento integrale o proporzionale (cioè esclusivamente per la partecipazione posseduta) nonché individuare il trattamento delle interessenze di terzi al patrimonio netto e al risultato d'esercizio. In particolare, è possibile individuare tre tipologie di consolidamento:

1. *Il metodo di consolidamento proporzionale nella teoria della proprietà ("proprietary theory")*: le controllate appartengono alla capogruppo proporzionalmente alle quote di partecipazione che essa possiede, devono quindi entrare nel processo di consolidamento nella medesima proporzione. Si procede pertanto ad un consolidamento sulla base dell'attribuzione proporzionale delle partecipazioni detenute

dalla holding. Questo approccio è molto formale e non è diffuso nella prassi, in quanto non riesce a fornire una giusta approssimazione di quella che è la realtà del gruppo;

2. *Il metodo di consolidamento integrale nella teoria dell'entità ("entity theory")*: Questo metodo ed il successivo prevedono un consolidamento integrale: il gruppo costituisce un'unica entità economica e contabile e pertanto patrimonio e reddito appartengono al gruppo nel suo complesso. Tale teoria non prevede la distinzione alcuna delle interessenze di terzi in termini economici e patrimoniali;
3. *Il metodo di consolidamento integrale nella teoria della capogruppo*: anche in questo metodo la holding effettua un consolidamento integrale e non proporzionale. A differenza del precedente modello, però, vengono rilevate le quote di pertinenza dei terzi nel passivo del bilancio consolidato¹⁵.

Il D.lgs. 127/91 prevede l'utilizzo della teoria della capogruppo, fatto salvo alcune eccezioni, come ad esempio le società a controllo congiunto che sono consolidate con il metodo proporzionale.

I principi contabili internazionali IAS/IFRS disciplinano le modalità di consolidamento nell'IFRS 3 e 10, 11 (precedentemente IAS 27, 28 e 31). La regola generale è quella di un consolidamento integrale con la messa in risalto delle quote di pertinenza di terzi (teoria della capogruppo) per le società controllate secondo quanto previsto dall'attuale IFRS 10 (prima si faceva riferimento allo IAS 27 e al SIC 12). Per le società sottoposte a controllo congiunto è prevista la possibilità di applicazione di un consolidamento proporzionale, secondo quanto previsto dall'IFRS 11 (precedentemente si faceva riferimento allo IAS 28 e IAS 31).

Molto rilevante è la revisione del 2007 del principio contabile IFRS 3 che disciplina le business combination. La revisione prevede che

¹⁵ F.Grasso, P.Terazzi (2006), "Il bilancio consolidato e le scritture di consolidamento", Scuola di alta formazione, ODEC Milano;

l'avviamento (goodwill) derivante da un'operazione di business sia contabilizzato integralmente e non solo proporzionalmente alla quota di partecipazione acquisita, andando a determinare anche il goodwill proveniente dalle minoranze, applicando un approccio noto come "full goodwill approach". Tuttavia l'adozione di tale approccio non è obbligatoria, in quanto, contrariamente a quanto previsto nell'ED, nella versione definitiva della revisione del principio si è scelto di non aderire ad una completa convergenza con i principi contabili americani (SFAS 141), lasciando la facoltà del calcolo del fair value attraverso una perizia ufficiale. Il full goodwill approach richiede un passaggio dal purchase method, previsto dalla vecchia versione dell'IFRS 3 ad un acquisition method. Con tale metodo la determinazione dell'avviamento richiede che nel calcolo del fair value del corrispettivo pagato per la business combination si tenga conto del valore complessivo dell'operazione, anche se non si sta acquisendo l'intero complesso aziendale, considerando anche il fair value delle minoranze.

CAP II

LE SPECIAL PURPOSE ENTITIES

In questo capitolo verrà approfondito cosa si intende per Special Purpose Entities (successivamente SPE) e qual è il ruolo che queste società ricoprono all'interno del sistema economico, focalizzandosi sullo sviluppo a cui si è assistito nel corso degli anni.

Generalmente, quando si parla di Special Purpose Entities (dette anche Special Purpose Vehicle, utilizzando l'acronimo SPV), ovvero di società veicolo, si tende a dare un'accezione negativa a tale fenomeno. Parlando con delle persone, non troppo esperte in materia, molto probabilmente la maggioranza di loro vi dirà che tali società sono create esclusivamente per nascondere attività di bilancio e/o per generare indebitamente dei vantaggi a danno degli investitori. Questa visione è frutto dell'utilizzo smodato a cui si è assistito nell'ultimo decennio; per molti investitori queste società sono state la causa del fallimento inaspettato di Enron e di altri "colossi" societari verificatisi negli anni 2000 e anche della recente crisi finanziaria.

Tuttavia, queste società non possono essere definite a priori come delle "società fantasma" e come la causa scatenante delle recenti frodi e crisi finanziarie. Il problema infatti non sta nello strumento in sé, ma nell'utilizzo che se ne fa. Ad esempio, il bisturi è uno strumento che se utilizzato in maniera corretta dal medico può salvare molte vite umane, viceversa, in caso di utilizzo sbagliato o meglio di un utilizzo poco oculato, si possono provocare gravissime conseguenze. Questo esempio illustra, in modo semplicistico, quello che sostanzialmente è accaduto a seguito dell'utilizzo, a fini speculativi, dei veicoli societari.

Dunque catalogare le società veicolo come società che creano degli svantaggi sistemici è sbagliato, anzi l'effetto dovrebbe essere proprio

l'opposto; se ben utilizzate, infatti, queste società sono in grado di generare un vantaggio per la collettività.

1 Definizione e origini

Individuare una definizione precisa di Special Purpose Entities è molto difficile, tuttavia, una definizione generale è contenuta intrinsecamente nel termine SPE. Si tratta di società (Entities) create per uno specifico (Special) e ben individuato obiettivo/proposta (Purpose); le caratteristiche pecuniarie di ciascun veicolo dipenderanno, poi, dallo scopo specifico che gli è stato assegnato.

In ogni caso si tratta di società che hanno un rischio ben individuato e limitato. A differenza di una normale società soggetta al gravoso rischio d'impresa, queste tipologie di società sostengono esclusivamente uno specifico rischio, che può essere, ad esempio, il pagamento delle quote di capitale e di interessi da parte dei mutuatari¹⁶.

Supponiamo ad esempio il caso di una società che voglia creare un nuovo stabilimento energetico all'estero e necessiti, per la conclusione di tale operazione, di un certo ammontare di denaro. I potenziali investitori, disponibili a finanziare l'operazione, vorrebbero esporsi esclusivamente per la somma investita, senza incorrere in ulteriori rischi legati ad altre attività svolta della società. Un modo per soddisfare le esigenze degli investitori è la creazione di un veicolo societario che abbia come scopo ben definito la creazione del nuovo stabilimento energetico, e che pertanto sia esposto solo a quegli specifici rischi. Questa fondamentale caratteristica fa sì che ci siano soggetti disposti ad investire e creare veicoli, in quanto appunto si incorre in un rischio molto inferiore rispetto al normale rischio d'impresa.

¹⁶R.Baldinelli (Giugno-Settembre 2002), "Caso Enron: analisi e questioni aperte", Luiss Guido Carli, Centro di ricerca per il diritto d'impresa.

Il termine “special purpose” deriva, quindi, dallo scopo limitato che tali società hanno. Questo è il motivo per il quale le SPE sono spesso definite come società “brain-dead”(letteralmente “morte celebrale”) o come società autopilota¹⁷.

Prima di analizzare nel dettaglio le modalità di costituzione e strutturazione dei veicoli societari è indispensabile comprendere il processo che ha portato alla loro introduzione.

Nella successiva sezione sarà analizzato nel dettaglio l’origine di tali veicoli , soffermandosi sui motivi che hanno portato alla nascita e allo sviluppo di tali strutture societarie.

1.1 Origine delle Special Purpose Entities

Le SPE nascono in America negli anni’70/80 come strumento utilizzato dagli intermediari creditizi, al fine di poter erogare maggiore credito. Per comprendere a fondo i motivi che hanno portato alla creazione di tali strutture è necessario analizzare la situazione legislativa, economica e socio-demografica esistente negli Stati Uniti in quegli anni.

L’economia americana era in una situazione di lenta ripresa economica, dopo un periodo di recessione causato dalle crisi finanziarie dei paesi emergenti; queste crisi avevano provocato forti riscontri negativi anche sulle economie maggiormente sviluppate.

Conseguentemente alla crisi avvenuta nei paesi emergenti comincia un periodo di forte regolamentazione economico-finanziaria. Verso la fine degli anni’80 il Comitato di Basilea¹⁸ introduce gli accordi di Basilea (noti come Basilea I) che prevedevano, tra i vari obblighi in

¹⁷ Bala G. Dharan (September 2002), “Financial Engineering with Special Purpose Entities”, Rice University, Houston;

¹⁸ Il comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un’organizzazione internazionale istituita dai governatori delle banche centrali dei dieci paesi più industrializzati alla fine del 1974. Il Comitato svolge quattro funzioni principali:

- Rafforzare la sicurezza e l’affidabilità del sistema finanziario;
- Stabilire degli standard minimi in materia di vigilanza prudenziale;
- Diffondere e promuovere delle migliori pratiche bancarie e di vigilanza;
- Promuovere la cooperazione internazionale in materia di vigilanza prudenziale.

capo agli intermediari creditizi, l'accantonamento a riserva di una percentuale pari all'8% dell'attivo ai fini prudenziali, come tutela nei confronti dei risparmiatori.

Per quanto riguarda, invece, il contesto socio-demografico, la popolazione americana era caratterizzata dal fenomeno della "baby boom generation", nata nel secondo dopoguerra, ormai desiderosa di acquistare una casa, tuttavia riscontavano forti difficoltà nell'ottenimento di un mutuo ipotecario.

A livello macroeconomico, dunque vi era una forte domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (con una crescita su base annua di circa il 6%¹⁹), dovuti appunto alle esigenze della baby boom generation, ma l'offerta risultava essere però inferiore alla domanda. L'obbligo di accantonare a riserva parte delle proprie attività era un freno per gli intermediari creditizi all'erogazione di nuovi prestiti: gli istituti di credito avrebbero dovuto diminuire i propri investimenti finanziari o effettuare un aumento di capitale, con conseguenti effetti negativi che questa operazione può comportare.

La Federal Reserve²⁰ espresse in un report le proprie preoccupazioni circa la possibilità del verificarsi di una crisi di liquidità a causa dell'impossibilità di finanziamento della crescente domanda di mutui ipotecari.

In un primo momento, gli intermediari creditizi cercarono di risolvere tale problematica attraverso l'emissione di obbligazioni garantite dai mutui, si trattava, in sostanza, di una sorta degli attuali covered bond²¹. Tuttavia questa operazione risultò essere anti economica, a causa dell'emissione di obbligazioni per un valore nominale inferiore rispetto al valore delle garanzie fornite, e non risultò essere una soluzione definitiva e duratura al problema.

¹⁹ E. Monti (2005), "Manuale per la finanza di impresa", Nuova edizione, ISEDI;

²⁰ Denominata informalmente FED; è la banca centrale degli Stati Uniti d'America.

²¹ Con il termine "covered bond"(tradotto in italiano come "obbligazioni garantite") ci si riferisce ad un'obbligazione bancaria caratterizzata da un profilo di rischio molto basso e da un'elevata liquidità. Questo è dovuto all'esistenza di un vincolo di una parte dell'attivo patrimoniale della banca destinato esclusivamente alla remunerazione ed al rimborso del bond; vi è pertanto una duplice garanzia.

In questo scenario venne individuata una soluzione a livello legislativo per poter soddisfare la continua crescita della domanda di mutui ipotecari, senza che gli istituti creditizi dovessero accantonare ulteriore liquidità ai fini prudenziali. La soluzione fu la creazione di un'operazione : la "securitisation" che prevedeva la costituzione di una società veicolo. La securitisation, tradotta in italiano con i neologismi "cartolarizzazione o "tolarizzazione", è un processo di finanza strutturata attraverso la quale si trasformano determinate classi di attività finanziarie (di norma non negoziabili) in titoli negoziabili sul mercato dei capitali.

La prima, rudimentale operazione di securitisation venne effettuata alla fine degli anni '70 in America dalla Bank of America e dalla Salom Brothers su alcuni mutui ipotecari.

Il riconoscimento legislativo e il conseguente successo riscontrato, fa sì che tali operazioni si diramino a macchia d'olio. Ad oggi si calcola che oltre il 75% del mercato immobiliare statunitense è stato rifinanziato con tale tecnica²².

La tecnica della securitisation si diffuse rapidamente in tutta Europa, giungendo anche in Italia attraverso l'emanazione della Legge 120/1999 recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti". L'operazione ebbe un successo enorme. In pochi anni l'Italia divenne uno dei primi paesi europei per numero di cartolarizzazioni effettuate.

Tali tecniche finanziarie nascono per la cartolarizzazione di attività relative a mutui ipotecari, ma si sviluppano rapidamente ad altre tipologie di attività; basti pensare che la più grossa operazione di cartolarizzazione ha riguardato i flussi di cassa relativi ai ricavi generati dalle vendite di birra nei pub inglesi.

²² E. Monti (2005), "Manuale per la finanza di impresa", Nuova edizione, ISEDI.

1.2 La securitisation

La securitisation prevede l'esistenza di un soggetto denominato tecnicamente "originator" o "sponsor" che cede a titolo oneroso e pro-soluto, cioè liberandosi completamente dalle responsabilità delle attività cedute, un coacervo di attività ad un soggetto terzo, il cessionario, appositamente costituito per l'operazione.

La società creata ad hoc è proprio la SPE che per pagare l'originator emette obbligazioni strutturate garantite dagli stessi asset ceduti; in gergo tali titoli vengono chiamati "Asset Backed Securities (ABS)", in quanto hanno alle proprie "spalle" gli asset ceduti. In realtà, in America, si distingue tra due tipologie di obbligazioni emesse a seguito di tali operazioni: i Mortgage Backed Securitiers (MBS), nelle quali il sottostante è rappresentato da mutui ipotecari; gli ABS nei quali il sottostante ha una natura finanziaria, diversa quindi da quella dei mutui ipotecari²³. Tale distinzione non si riscontra sul mercato europeo. Da qui in avanti sarà utilizzato impropriamente, secondo la terminologia americana, il termine ABS, per riferirsi ad una generale operazione di cartolarizzazione di attività, siano essi mutui ipotecario o altre tipologie di attivo.

L'intera operazione è assistita da un soggetto denominato "arranger" che si occupa di valutare la convenienza dell'operazione e di assistere l'originator e la SPE al fine di garantire il buon esito del collocamento degli ABS sul mercato obbligazionario. L'arranger per l'incarico svolto viene remunerato attraverso una commissione calcolata come una percentuale dell'intero valore degli asset oggetto dell'operazione.

La securitisation, inoltre, prevede l'esistenza di un servicer che si occupa dell'incasso e del trasferimento dei flussi prodotti dalle attività cartolarizzate (il servicer spesso coincide con l'originator

²³ G.Ferri, V.D'apice (2011), "Crisi finanziarie e regolamentazione. Politiche economiche per un capitalismo stabile", Carocci editore.

stesso, che in questo modo non perde la sua rete di contatti con la clientela).

La società veicolo è un soggetto economico appositamente costituito per l'operazione e il più delle volte gestita dallo stesso originator, l'intermediario creditizio, in questo caso. L'attivo di questa società è costituito dagli asset acquistati dall'originator, mentre al passivo vi sono le obbligazioni strutturate emesse (ABS). La struttura della SPE è a patrimonio filiforme: non esistono vincoli relativi alla presenza di un capitale sociale minimo necessario per costituire la società; si tratta in sostanza di società "vuote".

Tali società non hanno un proprio capitale sociale; l'investitore finale che acquista gli ABS potrà agire, nei confronti del veicolo, solo per il valore degli asset ceduti; per tale motivo il rischio sopportato dagli investitori è direttamente collegato alla capacità dell'originator di effettuare un'adeguata attività di monitoraggio e selezione sull'attività creditizia, visto che i titoli sono legati esclusivamente al rimborso dei debiti. Si riesce dunque a realizzare quanto accennato all'inizio del capitolo: gli investitori sono esposti esclusivamente al rischio che i mutuatari non paghino; come verrà analizzato nella sezione successiva "1.2.1 La strutturazione dell'operazione: il credit enhancement" i rischi eccedenti saranno coperti ricorrendo ad una tecnica nota come "credit enhancement".

Analizzando a primo impatto l'operazione potrebbe sembrare che comporti dei rischi notevoli, ma in realtà, previo il rispetto di alcuni principi, si riesce a garantire il buon funzionamento della cartolarizzazione generando vantaggi a livello sistemico.

In particolare le caratteristiche da rispettare sono:

1. *Un' adeguata selezione dei crediti ceduti da parte dell'originator*: i crediti oggetto dell'operazione devono essere di elevata qualità; deve trattarsi, cioè di crediti che presentino un bassa percentuale di insolvenza storica, un elevato

rendimento ed un seasoning²⁴ superiore ai 12 mesi. I crediti devono essere, infine, omogenei sotto il profilo giuridico - finanziario in quanto ciò garantisce la possibilità di individuare schemi ben definiti di rimborso del capitale e degli interessi;

2. *Il mantenimento della relazione tra l'originator e la propria clientela:* a seguito della cartolarizzazione dei crediti, l'originator deve comunque mantenere la relazione con i propri clienti; questo garantisce all'intermediario creditizio la possibilità di instaurare solide relazioni nel tempo e erogare in futuro nuovi crediti senza snaturare la propria attività di intermediazione. Ciò è realizzato di norma facendo in modo che l'originator svolga il ruolo di servicer dell'operazione;
3. *La vendita delle attività deve essere pro-soluto:* il fine ultimo dell'operazione è l'eliminazione dall'attivo del cedente, dei crediti oggetto dell'operazione, il cosiddetto effetto "off-balance-sheet"; questo effetto è ottenibile solo attraverso una cessione pro-soluto alla SPE, che liberi l'originator da tutti i rischi;
4. *Impossibilità di fallimento della SPE:* la caratteristica principale della SPE è quella di essere una "bankruptcy remote company" cioè una società con oggetto sociale limitato, non soggetta proprio per il modo attraverso la quale è strutturata, al rischio di fallimento e sganciata giuridicamente anche dalle vicende economiche dell'originator²⁵.

A questo punto sorgere spontaneo chiedersi come mai l'originator dovrebbe vendere delle attività di buona qualità e per giunta redditizie. Il motivo è dovuto in primo luogo alle cause che hanno portato alla creazione di tali operazioni: gli stringenti requisiti di capitale introdotti dal comitato di Basilea hanno di fatto impedito alle banche di erogare nuovi prestiti. Attraverso tali operazioni le banche

²⁴ Il *seasoning* è un'indicazione relativa "all'anzianità" del mutuo al momento della cessione, misura quanto tempo è trascorso dalla data di erogazione del mutuo.

²⁵ E. Monti (2005), "Manuale per la finanza di impresa", Nuova edizione, ISEDI.

riescono ad eliminare contabilmente un coacervo di crediti dal bilancio, ma riescono allo stesso tempo a mantenere la relazione con il cliente, non pregiudicando nuove operazioni future. I crediti devono essere di elevato livello, in quanto altrimenti l'operazione non riuscirebbe a durare nel tempo. Come nel paragrafo "2.1 L'evoluzione della cartolarizzazione dei mutui ipotecari", infatti, le operazioni di securitisation sono scomparse proprio a seguito dell'avidità degli operatori finanziari che hanno cartolarizzato sul mercato crediti di bassa qualità.

Infine, come sarà analizzato nella sottosezione successiva "1.2.1 La strutturazione dell'operazione: il credit enhancement", tramite un adeguato meccanismo di credit enhancement, è possibile ridurre notevolmente il costo di funding per l'originator, con vantaggi aggiuntivi oltre al miglioramento dei ratios patrimoniali.

1.2.1 La strutturazione dell'operazione: il credit enhancement

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti l'investitore che decide di acquistare un ABS ha come garanzia esclusiva i crediti che ci sono alle spalle di tali obbligazioni. Fondamentale è quindi fare in modo che si migliori il livello delle garanzie, cioè dei crediti.

Con il termine "credit enhancement" si intendono tutte quell'insieme di tecniche operative volte a migliorare il merito creditizio dei titoli emessi dalla SPE²⁶. Prima di essere collocati sul mercato tali titoli sono oggetto di un processo di valutazione della rischiosità da parte delle agenzie di rating, che erogano un giudizio sulla singola categoria di strumento emesso. Questo giudizio è fondamentale per il mercato e per gli investitori ed incide fortemente nelle loro scelte d'investimento. Pertanto, ottenere un elevato rating o giudizio risulta essere indispensabile per il collocamento sui mercati obbligazionari. La tecnica del credit enhancement (in breve CE) è volta proprio ad

²⁶ PricewaterhouseCoopers (December 2011), "The next chapter. Creating an understanding of special purpose vehicles".

influenzare questo giudizio, cercando di migliorarlo, anche perché ad un elevato giudizio, e quindi una bassa rischiosità è associato anche un onere minore in termini di interessi da parte dell'emittente per via della relazione esistente tra rischio e rendimento.

In particolare esistono tre tipologie di credit enhancement:

1. *CE Interno*: attraverso il ricorso autonomo da parte della SPE a operazioni di finanza strutturata;
2. *CE Esterno*: attraverso il ricorso ad un soggetto terzo;
3. *CE Improprio*: si tratta di tecniche che non coprono direttamente il rischio di insolvenza del creditore, ma altre tipologie di rischi che incidono comunque sulla valutazione complessiva del titolo (ad esempio il rischio di tasso, di cambio, ecc.).

Per quanto riguarda la prima tipologia di credit enhancement, quella di tipo interno, esistono diverse tecniche a cui può far ricorso la SPE, in particolare, le più utilizzate nella prassi sono:

- *Il credit tranching*: consiste nella divisione degli ABS in tranche cioè, in diverse tipologie di emissioni tramite l'applicazione del principio della subordinazione. Solitamente si effettuano tre emissioni l'una subordinata all'altra: la *senior tranche*, che riceve i pagamenti in via principale rispetto alle altre categorie; la *mezzanine tranche*, che riceve i pagamenti solo dopo che sono stati soddisfatti tutti i possessori di senior tranche; la *junior tranche*, che riceve i pagamenti in via residuale, solo dopo che siano stati soddisfatti contemporaneamente sia gli investitori di senior tranche che di mezzanine.

Questo meccanismo fa sì che le senior tranche abbiano un grado di affidabilità molto elevato e che ricevano, pertanto, un rating alto. Nei periodi pre-crisi, infatti, quasi la totalità di tali classi aveva una valutazione massima di tripla A, contro

l'esiguo 3% delle obbligazioni corporate²⁷. Le junior tranche, denominate anche equity tranche, rappresentano di norma un'emissione pari al livello di insolvenza storica dei crediti ceduti dall'originator, e vengono riacquistate dalla stessa banca sponsor dell'operazione. Questo fa sì che tali emissioni rappresentino il distillato del rischio dell'operazione e che questo rischio sia assunto dal soggetto (l'originator) che ha contratto i crediti. L'esistenza di un'ulteriore tranche intermedia, la mezzanine tranche, rafforza la sicurezza delle senior tranche;

- *La overcollateralization*: attraverso il ricorso a tale tecnica l'originator cede un valore maggiore di asset rispetto a quelli che lo SPE cartoralizzerà effettivamente. Gli asset in eccesso, non tramutati in titoli quotati, vengono detenuti dal veicolo societario come un'ulteriore garanzia dell'operazione di securitisation;
- *Costituzione di uno "spread account"*: lo spread account è una riserva facente parte del passivo della SPE costituita dal cosiddetto "excess spread". L'excess spread è dato dal differenziale tra il rendimento attivo che la SPV riceve dalle attività acquistate (nel caso dei muti, il pagamento della quota interessi) e il rendimento passivo che il veicolo dovrà erogare agli investitori che hanno acquistato le obbligazioni. Questa riserva costituisce un'ulteriore garanzia per i terzi e viene utilizzata in caso di insolvenze da parte dei debitori. Al termine dell'operazione la banca originator si vedrà retrocessa la parte di spread account non utilizzato dal veicolo;
- *Introduzione di prepayment penalties*: si tratta di clausole inserite all'interno dei mutui ipotecari o prestiti personali

²⁷ G.Ferri, V.D'apice (2011), "Crisi finanziarie e regolamentazione. Politiche economiche per un capitalismo stabile", Carocci editore.

stipulati tra l'originator e i clienti. L'estinzione anticipata di un credito può portare gravi conseguenze sull'operazione in quanto viene meno la strutturazione temporale dei cash flow ipotizzata ad inizio operazione. La banca originator può decidere, al fine di ridurre tale rischio, di rendere economicamente gravoso per il debitore un'estinzione anticipata del mutuo attraverso il pagamento di una penalità. In Italia il decreto legge n°7 del 31 Gennaio 2007, convertito nella legge 40/2007 recante "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 gennaio 2007, n. 7, recante misure urgenti per la tutela dei consumatori, la promozione della concorrenza, lo sviluppo di attività economiche e la nascita di nuove imprese", ha sancito la nullità prospettiva (dal 2007 in poi) di clausole che rendono gravosa l'estinzione anticipata di un prestito.

Per quanto riguarda, invece, la possibilità del ricorso al credit enhancement di tipo esterno, questa deve essere attentamente valutata facendo un'analisi di costi e benefici.

Tali forme di credit enhancement si riconducono sostanzialmente a due tipologie di intervento: le linee di finanziamento e la copertura assicurativa. Le linee di finanziamento, sono aperture di credito fornite da un pool di banche, tra cui è compreso lo stesso originator, che si rendono disponibili a fornire un certo ammontare di liquidità al veicolo societario in caso di necessità. Questa operazione va a migliorare il livello qualitativo dell'operazione e, quindi, il rating, in quanto costituisce un'ulteriore garanzia per gli investitori.

La copertura assicurativa, invece, risulta essere particolarmente utilizzata in America, mentre è poco sviluppata in Europa. Negli Stati Uniti esistono le "monoline insurance company"; si tratta di società che offrono coperture assicurative per specifici settori. Solitamente quando si fa ricorso a tale copertura ci si copre per un'esposizione pari a 5-6 volte l'insolvenza storica dei crediti cartolarizzati. Questo,

come si può ben comprendere fa sì sostanzialmente che le senior tranche abbiano un rischio di insolvenza molto basso.

Tuttavia esistono delle criticità relative al ricorso a tale copertura: si tratta di coperture molto costose e, inoltre, acquistando una copertura assicurativa ci si espone comunque al rischio di insolvenza della controparte. Il rischio di controparte è il rischio derivante dall'insolvenza del soggetto con il quale ho stipulato la copertura. Per quanto riguarda questa seconda criticità, questa veniva arginata ricorrendo ad operatori con un elevato standing creditizio. Tuttavia a seguito dell'emergere della crisi finanziaria e il fallimento di Lemans Brother, a cui era assegnato un giudizio di massima solvibilità (tripla A), sono emerse perplessità sull'utilizzo di tale copertura.

Infine, il CE di tipo improprio, è relativo alla copertura dei rischi che si vengono a generare con la strutturazione di un'operazione di cartolarizzazione, ma che non sono direttamente riconducibili al rischio di insolvenza dei debitori.

I rischi più comuni sono quelli di tasso di interesse, dovuti ad un mismatching tra i rendimenti previsti dagli asset oggetto di cartolarizzazione e i tassi di rendimento offerti ai sottoscrittori di ABS e i rischi di cambio. La copertura di tali rischi può essere effettuata attraverso la stipula di contratti derivati, come ad esempio option o swaps²⁸.

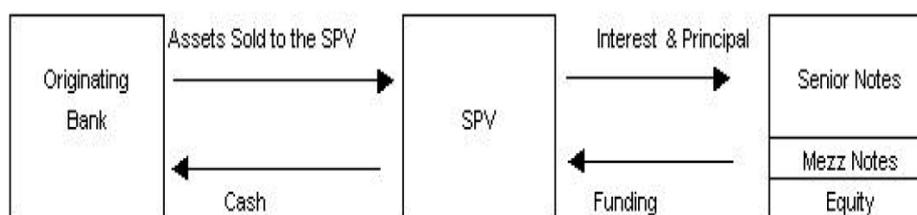
Tuttavia, anche in questo caso, pur se riesco a realizzare un hedging perfetto, resto esposto al rischio di controparte.

Questa tipologia di CE, pur non incidendo direttamente sul asset cartolarizzato, va a migliorare la rischiosità complessiva dell'operazione.

Nella Figura 2.1 è illustrato lo schema di costituzione di una SPE per un'operazione di cartolarizzazione riguardante muti ipotecari.

²⁸ PricewaterhouseCoopers (June 2011), "Structured finance – accounting developments: Special purposes entities – Consolidation and Disclosure".

Figura 2.1 Schema di una SPV



Fonte: City University Business School

2 Lo sviluppo delle SPE

Le operazioni di securitisation riscontrano nell'arco di pochi anni dall'introduzione un enorme successo estendendosi in tutti i mercati obbligazionari del globo.

I veicoli societari cominciarono a proliferare rapidamente, coinvolgendo anche altre diverse tipologie di attività e presentando sempre più complesse tecniche di finanza strutturata, si iniziò a parlare in tal senso di "alchimie finanziarie".

In questo paragrafo saranno analizzate le diverse evoluzioni di tali operazioni. In particolare, nella prima sezione sarà analizzata l'evoluzione dell'operazione di securitisation avente come oggetto i mutui ipotecari, conclusasi con la recente crisi finanziaria.

Nella seconda sottosezione, invece, saranno analizzate le diverse tipologie di veicoli societari sviluppati sui mercati finanziari.

Infine, nella terza e ultima sottosezione, saranno analizzate brevemente le SPE create dal gruppo Enron prima del suo fallimento.

2.1 L'evoluzione della cartolarizzazione dei mutui ipotecari

Il successo delle operazioni di securitisation aventi come oggetto i mutui ipotecari è dovuto principalmente alle innovative operazioni di CE che vengono attuate per garantire le obbligazioni strutturate.

I vantaggi ottenuti da tale operazioni sono sistemici: le banche originator riescono ad ottenere una riduzione del costo del funding e

la possibilità di erogare maggiori prestiti; i soggetti desiderosi di stipulare un prestito riescono, senza troppi problemi ad ottenerlo, visto l'incremento dell'offerta; gli investitori di obbligazioni strutturate, infine, riescono ad ottenere un rendimento maggiore a quello dei titoli di stato senza incorrere formalmente in maggiori rischi.

Nei primi anni '90 la securitisation raggiunse l'apice del suo sviluppo: per ogni emissione di obbligazioni strutturate vi era una domanda pari a circa 5 volte l'offerta²⁹. L'offerta non era adeguata alla domanda in quanto gli intermediari creditizi operavano secondo il modello di business *originate and distribute*. Gli originator effettuavano una scrupolosa attività di screening e monitoraggio prima di erogare nuovi prestiti per far sì che si trattasse di crediti di elevato livello e successivamente vendevano al veicolo societario esclusivamente quanto erogato (*originate*) per poi procedere alla cartolarizzazione dei crediti (*distribute*).

Tuttavia, la crescente domanda di titoli cartolarizzati fece sì che i soggetti coinvolti nelle operazioni di securitisation (*originator*, *arranger* e *SPV*) fossero incentivati ad aumentare l'offerta di tali strumenti. Per raggiungere tale fine si doveva, inevitabilmente, aumentare il numero di prestiti erogati. Gli intermediari creditizi cominciarono, mossi dalla sete di denaro e dal continuo apprezzamento del mercato, ad erogare crediti a soggetti che non possedevano, in realtà, le garanzie necessarie; venne meno in sostanza l'attività di screening e monitoraggio.

In quegli anni, dunque si era assistito ad un passaggio dal modello *originate and distribute* al modello di business *originate to distribute*, il cui fine ultimo dell'erogazione di prestiti è quello di cartolarizzarli e collocarli sul mercato. Questo comporta un'erogazione di prestiti a una platea di soggetti che secondo i

²⁹ E. Monti (2005), "Manuale per la finanza di impresa", Nuova edizione, ISEDI.

precedenti modelli di business non avrebbero mai potuto ottenere un prestito (si tratta dei cosiddetti soggetti “sub-prime”).

Sul mercato, si sta verificando un cambiamento significativo attraverso un forte incremento del rischio intrinseco delle operazioni di cartolarizzazione per l’ingresso sul mercato di soggetti non in possesso delle idonee garanzie. Calcolare il livello di insolvenza storica non aveva più alcun senso poiché basato su periodi precedenti che non consideravano, ovviamente, la presenza dei soggetti sub-prime; in questo senso, anche le operazioni di CE persero di efficacia, poiché basate sul livello di insolvenza storica.

La speculazione sul mercato aumentò, ma tutto sembrava andare per il meglio, si assisteva ad anni di crescita economica molto elevata e il mercato immobiliare viveva un consentii apprezzamento che consente ai soggetti sub-prime di continuare a pagare i propri debiti, visto che l’unica garanzia in loro possesso era l’abitazione acquistata attraverso il mutuo ipotecario.

Il comportamento dei soggetti coinvolti nell’operazione di cartolarizzazione diventa poco razionale, gli arranger studiano una nuova tecnica: l’emissione di Asset Based Commercial Paper. Si tratta sostanzialmente di andare a dividere l’emissione di un unico ABS in tante emissioni di commercial paper³⁰, in modo da coprire tutto l’arco temporaneo dell’operazione di securitisation. L’emissione continua di titoli di brevissima durata consente all’arranger di ottenere maggiori commissioni per via del continuo ricorso al mercato obbligazionario e all’SPV di poter ottenere un ingente risparmio in termini di interessi offerti ai sottoscrittori; la curva dei rendimenti, in situazioni di normale congiuntura economica, prevede

³⁰ La commercial paper è uno strumento negoziato sui mercati internazionali funzionalmente equivalente alla cambiale finanziaria che circola sul mercato italiano. Questi strumenti vengono in genere utilizzati dalle società ad elevato standing che riescono così a raccogliere fondi per finanziare il fabbisogno di capitale circolante, a breve termine, ad un tasso di interesse inferiore rispetto al credito bancario. La durata delle commercial paper può arrivare sino a 270 giorni (9 mesi), ma nella maggior parte dei casi gli emittenti preferiscono strumenti a 30 o 50 giorni.

che minore sia la durata temporale dell'investimento e minore sia il rendimento dello stesso. Per garantire il collocamento di tali commercial paper l'originator, coadiuvato da un pool di banca si rendeva disponibile al riacquisto di tali titoli in caso di necessità attraverso la stipula delle cd Back-up facilities (si tratta di un'innovativa tecnica di CE esterno). Con questa tecnica senza orma di dubbio si generavano vantaggi per i soggetti che strutturavano l'operazione, ma si andava a immettere un ulteriore rischio sul mercato, in quanto in caso di crisi degli ABS gli intermediari creditizi si sarebbero dovuti sobbarcare delle perdite acquistando i titoli.

Questi timori però non sembrano esserci tra gli operatori annessi dalla situazione rosea che vivevano i mercati finanziari. Tuttavia, come sottolinea Minsky³¹ nel suo modello, in periodi di forte espansione economica, crescita smisurata del credito e delle quotazioni dei mercati finanziari bisogna prestare molta attenzione alla possibilità di scoppio della bolla speculativa che si è formata. Al verificarsi del "Minsky moment", cioè quel fattore che scatena la crisi, basta una piccola scintilla, come ad esempio un annuncio di politica monetaria, per far crollare i valori mobiliari con un conseguente periodo di forte recessione e credit crunch.

Il Minsky moment non tarda ad arrivare, poco importa se sia stato il cambiamento di politica monetaria da parte della FED, che dal 2001 al 2006 in poi ha attuato una forte riduzione dei tassi di interesse o sia stato dovuto ad altri motivi.

Nel 2007 comincia un crollo dei valori obbligazionari e azionari. Gli ABS nel giro di pochi mesi non hanno più mercato e il valore dei collateral (le case) va giù a picco, le perdite registrate dagli intermediari creditizi sono notevoli e lo stato deve intervenire per

³¹ Hyman Minsky (1919-1996) è stato uno dei più importanti esponenti della scuola post-keynesiana di teoria economica. Allievo di Joseph Schumpeter e Wassily Leontief, il suo lavoro parte da una lettura di Keynes alternativa rispetto a quella dominante degli anni del dopoguerra (e dominante ancora oggi, sia pure aggiornata), la cosiddetta sintesi neoclassica, che Joan Robinson, allieva diretta di Keynes, definì "bastard Keynesianism".

evitare il fallimento di alcune banche. Per molti anni le operazioni di securitisation scompaiono completamente dal mercato e inizia un forte processo di ri-regolamentazione.

Riprendendo quanto detto all'inizio del capitolo non è corretto attribuire la crisi economica alla costituzione delle SPE, ma è stata dovuta all'utilizzo che ne è stato fatto e al mancato intervento da parte delle autorità competenti.

3 Le tipologie di veicoli societari.

Dopo l'introduzione della securitisation per la cartolarizzazione dei crediti, tali operazioni si evolvono estendendosi anche ad altri campi.

I motivi sono essenzialmente due: la possibilità di attirare capitali e la possibilità di eliminare alcune attività dal bilancio dell'originator.

Nei successivi sottoparagrafi saranno analizzate le principali tipologie di veicoli societari.

3.1 Leasing and Financing SPE

All'inizio degli anni '90 cominciano a diffondersi operazioni di securitisation effettuate al fine di acquistare beni (mobili o immobili) strumentali all'attività di impresa, attraverso l'operazione di leasing.

Il leasing finanziario è un contratto mediante il quale il locatore (la società di leasing) acquista, costruisce o fa costruire un bene strumentale, al fine di concederlo in utilizzo ad un conduttore per un periodo di tempo prefissato e previo il pagamento di un canone periodico. Il contratto prevede inoltre la facoltà per il conduttore, al termine del periodo di locazione, di acquisire la proprietà del bene ad un prezzo predeterminato o comunque sensibilmente inferiore rispetto al valore di mercato del bene a scadenza dell'operazione. La presenza di tale facoltà è la caratteristica fondamentale di distinzione tra leasing operativo e leasing finanziario.

Lo IAS 17 disciplina la contabilizzazione del leasing finanziario, prevedendo uno specifico test al fine di identificare se si tratta di leasing finanziario o operativo. Nel caso in cui si individui l'esistenza di un leasing finanziario, attraverso l'esecuzione del test, il conduttore dovrà procedere all'iscrizione in bilancio del bene, come se ne fosse proprietario a tutti gli effetti; in caso contrario saranno iscritti esclusivamente, a conto economico, i canoni pagati annualmente

La securitisation di un'operazione di leasing prevede la presenza di un originator che intende acquistare un bene in leasing finanziario, ma vuole strutturare tale operazione in modo da qualificarla come un leasing operativo e non essere tenuto, pertanto, all'iscrizione in bilancio del bene.

Per realizzare l'operazione l'originator costituisce una SPE con l'unico e specifico fine di farle ottenere il leasing finanziario, assumendone la titolarità. Tale società veicolo è di norma di proprietà dell'originator, ma viene garantita, attraverso tale operazione, l'indipendenza sufficiente affinché il leasing finanziario non compaia nel bilancio dell'originator. Il veicolo societario emette uno strumento obbligazionario garantito dal bene oggetto in leasing; di norma l'originator acquista una minima parte di tale titoli.

Alla scadenza del contratto di locazione finanziaria il veicolo si impegna a vendere il bene all'originator e trasferire i proventi derivanti dalla vendita agli investitori.

A seguito del fallimento di Enron queste operazioni erano del tutto scomparse, per poi riemergere, seppur in misura inferiore rispetto al passato, dopo alcuni anni.

Esistono anche altre operazioni riguardanti leasing and financing SPE relative alla cartolarizzazione di crediti relativi a leasing finanziari, presentando la stessa disciplina prevista per la cartolarizzazione di mutui ipotecari.

3.2 Asset and repackaging SPEs

I veicolo societari costituiti per le operazioni di asset repackaging hanno la caratteristica pecuniaria, rispetto alle tradizionali operazioni di securitisation, di acquistare strumenti già quotati sui mercati regolamentati (azioni, derivati o altre tipologie di strumenti quotati). L'originator individua un portafoglio di titoli e li cede a un veicolo societario appositamente costituito per tale scopo. La SPE acquista tali strumenti e li "confeziona", da qui deriva il termine "re packaging", in prodotti diversi e specifici a seconda di quelle che sono le esigenze degli investitori che acquisteranno tali strumenti.

Con tale tecnica i vantaggi dei titoli sottostanti vengono passati ai possessori dei titoli ri-confezionati. Tuttavia, un evento di default solitamente comporta la liquidazione della SPE con la conseguente assunzione delle perdite da parte degli investitori.

Gli investitori possono ricorrere ad un intermediario per individuare dettagliatamente i titoli emessi dal veicolo al fine di verificare che possano soddisfare le proprie esigenze di hedging.

Il fine ultimo dell'operazione è, anche in questo caso, lo stesso: eliminare alcune attività dal bilancio.

Attualmente tali operazioni sono abbastanza frequenti sui mercati finanziari, seppure vi sia stata una drastica diminuzione conseguente alla recente crisi finanziaria.

3.3 Funds SPEs

I fondi d'investimento rappresentano una particolare tipologia d'istituti preposti allo svolgimento dell'attività d'intermediazione finanziaria; questi raccolgono denaro da alcune categorie di soggetti al fine di investirlo in valori mobiliari.

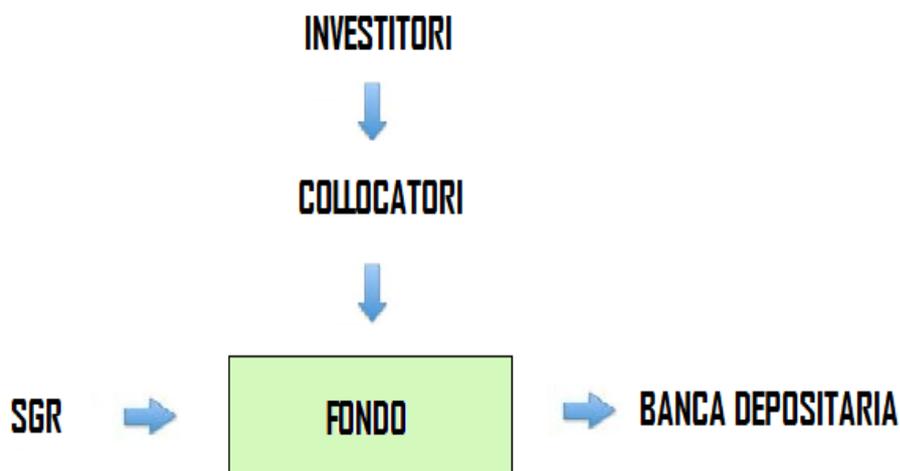
I motivi dell'esistenza di questi organismi sono spiegati dalla capacità di poter offrire ai soggetti che non dispongono di un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, un portafoglio di strumenti finanziari aderente al proprio profilo finanziario, in termini di

rischio/rendimento. Inoltre, un'ulteriore vantaggio offerto agli investitori consiste nella possibilità di effettuare una diversificazione completa dell'investimento, grazie alla raccolta di patrimoni di ingenti dimensioni; ciò difficilmente sarebbe realizzabile dal singolo investitore.

Nella costituzione di un fondo sono coinvolti diversi soggetti (Figura 2.2):

- *Investitori*: soggetti che investono denaro nel fondo; possono essere piccoli risparmiatori, società, investitori istituzionali, ecc.;
- *Collocatori*: sono soggetti che svolgono da intermediari tra il fondo e i risparmiatori;
- *Società di gestione del risparmio (SGR)*: sono gli unici soggetti che, per legge, possono svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio, attraverso l'amministrazione dei patrimoni raccolti secondo una politica d'investimento predefinita e operando nell'interesse esclusivo dei risparmiatori;
- *La banca depositaria*: custodisce materialmente il patrimonio del fondo e si occupa di verificare che tutte le operazioni disposte dalla SGR siano conformi alla normativa ed al regolamento di gestione del fondo.

Figura 2.2 Soggetti coinvolti nella costituzione di un fondo



Fonte: Riproduzione autonoma

Il patrimonio del fondo è costituito dal valore mobiliare degli investimenti effettuati. Ciascun investitore detiene un certo numero di quote del patrimonio in base all'apporto iniziale effettuato. Il valore delle quote varia in relazione all'andamento dei valori mobiliari in cui il fondo ha investito.

Il patrimonio del fondo è giuridicamente separato, sia dal patrimonio della società di gestione che da quello dei singoli partecipanti; ciò costituisce una tutela per l'investimento.

L'ordinamento italiano prevede diverse tipologie di fondi. La caratteristica più rilevante di distinzione tra le diverse tipologie di fondi è relativa alla struttura adottata. Proprio in relazione a questa caratteristica è possibile distinguere tra:

- *Fondi chiusi*: sono caratterizzati da un numero di quote predeterminato e invariabile nel tempo. Tuttavia, per legge, è obbligatorio quotarli entro 12 mesi dalla costituzione al fine di garantire ai sottoscrittori la possibilità di liquidazione del proprio investimento, attraverso la vendita delle quote sul mercato;

- *Fondi aperti*: sono caratterizzati dalla variabilità del patrimonio nel tempo. Questa categoria di fondi risulta essere la più diffusa nella prassi³².

Lo sviluppo delle operazioni di securitisation attraverso l'utilizzo di veicoli societari si è esteso anche al mondo dei fondi d'investimento, soprattutto ai fondi aperti. Il fenomeno si è diffuso enormemente: attualmente il numero di veicoli costituiti per tali operazioni supera il numero di veicoli creati per il compimento di operazioni di cartolarizzazione su mutui ipotecari.

I veicoli societari possono riguardare diverse tipologie di fondi: fondi di investimento con garanzia, fondi di private equity, fondi immobiliari, hedge funds, commodity funds, Exchange traded funds, ecc. il fine ultimo dell'utilizzo di SPE è l'ottenimento di vantaggi soprattutto fiscali. Quasi la totalità delle SPV utilizzate dai fondi, infatti, ha sede in paesi dove vi è un basso tax rate, prima tra tutti l'Irlanda. I vantaggi ottenibili tramite il ricorso ad un veicolo riguardano anche il trattamento contabile e la regolamentazione più "leggera".

Il ricorso a tale pratica si è diffuso inizialmente negli USA, ma si è rapidamente esteso anche in Europa, riscontrando un notevole successo. In Italia esiste un apposito mercato regolamentato da borsa italiana, il MIV (Mercato degli Investment Vehicles) creato al fine di offrire capitale, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento. Le negoziazioni sul MIV avvengono sulla medesima piattaforma del mercato principale (MTA) e di tutti i più importanti mercati del gruppo London Stock Exchange.

In particolare, il MIV, ospita numerose tipologie di veicoli tra cui:

- 1) *Investment companies e real estate investment companies*: entrambe si occupano di attività d'investimento; la seconda

³² Legge n. 77/1983 "Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare".

tipologia effettua investimenti esclusivamente sui mercati immobiliari;

- 2) *Fondi di private equity*: si tratta di fondi che effettuano investimenti di medio/lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita. L'obiettivo finale è quello di ottenere un guadagno in conto capitale attraverso la vendita della partecipazione inizialmente acquistata o della quotazione della società in borsa. Tali investimenti si rivolgono soprattutto ad investitori istituzionali;
- 3) *Fondi chiusi mobiliari e immobiliari*;
- 4) *Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*: Si tratta di veicolo d'investimento contenenti esclusivamente cassa (cosiddetti "blank check companies") e costituiti specificamente per raccogliere capital al fine di ottenere una business combination, cioè operazioni di fusione o acquisizione;
- 5) *Fondi specializzati, fondi multy-strategy e fondi di fondi*: sono fondi caratterizzati da un particolare grado di complessità. I veicoli costituiti da questi fondi e le SPAC fanno parte del segmento professionale del MIV³³.

L'esistenza di un mercato ad hoc fa comprendere la rilevanza che tali veicoli hanno assunto nel corso degli anni. Concludendo è pertanto necessario prestare molta attenzione a tali tipologie di veicoli societari in quanto risultano essere la tipologia più diffusa nella prassi.

³³ <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/miv/miv.htm>.

4 Il caso Enron

In questa sezione sarà analizzato brevemente il caso Enron, soffermandosi, in particolare, sui veicoli societari utilizzati dalla società.

A seguito del fallimento di Enron, nel 2002, sono emersi i rischi provocati dalla creazione di complesse strutture di SPE, non adeguatamente monitorate.

Analizzare questo caso è, dunque, molto utile per comprendere quali sono gli effetti che possono essere provocati da un utilizzo a fini speculativi delle SPV.

Nella prima sottosezione sarà descritta brevemente la storia del gruppo Enron, dalla nascita fino al fallimento.

Nella seconda e ultima sottosezione sarà analizzata la struttura dei veicoli realizzati dal gruppo Enron cercando di trarre delle importanti conclusioni sugli effetti che tali strumenti possono generare.

4.1 Storia del gruppo Enron

La società Enron nasce in Texas, a Houston, nel 1985 a seguito della fusione tra la piccola Houston natural gas ed una delle maggiori società mondiali di costruzione e gestione di gasdotti, la Internoth of Nebraska.

La Enron viene concepita come società di produzione e distribuzione di prodotti energetici riuscendo ad affermarsi, nel giro di pochi anni, come uno dei principali operatori del settore.

A seguito della de-regolamentazione del mercato energetico statunitense, avvenuta negli anni'90, il gruppo sposta il proprio core business dalla tradizionale attività di produzione e distribuzione di energia all'attività di trading, avente ad oggetto contratti di approvvigionamento energetico.

Nella seconda metà degli anni'90 la società di Houston si afferma come una delle principali controparti americane in alcuni settori dei mercati over the counter (OTC, cioè non regolamentati) dei prodotti

finanziari legati al settore energetico, diventando una sorta di fondo operante nel settore energetico. Fondamentale, per la trasformazione del modello di business, è stato l'avvento di internet; Enron online, una società del gruppo, era considerata una delle più importanti società operanti nel settore dell'e-commerce.

Negli anni successivi il gruppo comincia a diversificare i propri investimenti sui mercati OTC, diventando controparte anche in settori non legati a quello energetico. La Enron comincia, inoltre, a costituire un numero elevatissimo di veicoli societari al fine ultimo di eliminare contabilmente gli investimenti effettuati dal bilancio consolidato.

La società aveva strutturato delle operazioni molto complesse di finanza strutturata che le consentivano di finanziarsi senza che aumentasse il livello di indebitamento formale e senza aumenti di capitale, garantendo così alti rendimenti ai soci.

Il gruppo societario veniva visto come un grosso colosso societario e godeva di una totale fiducia da parte dei mercati finanziari. Tuttavia, negli anni 2000, gli investimenti effettuati cominciano a perdere valore e si procede al cambio di amministratore delegato.

Nel 2001 il nuovo amministratore delegato fa svolgere un controllo della contabilità relativamente alle operazioni con le SPE. Da questi controlli emergono forti "errori" nella redazione del bilancio consolidato, relativamente al consolidamento di tali veicoli a partire dal 1997. Le conseguenti rettifiche contabili effettuate comportano ingenti perdite d'esercizio e un conseguente crollo della fiducia degli operatori di mercato. Nel 2002, nell'arco di pochi mesi, le quotazioni del titolo Enron passando dagli oltre 90\$ a meno di 1 \$; la società è costretta, inesorabilmente ad aprire la procedura fallimentare.

4.2 il ruolo delle SPE

Il gruppo Enron tra il 1990 ed il 2001 ha costituito circa 3'000 società extra-bilancio partecipate, di cui almeno 800 qualificabile come SPE.

Il modello operativo di una SPE del “sistema Enron” seguiva il seguente schema:

- 1) La Enron faceva costituire il veicolo societario, contribuendo al capitale attraverso il conferimento di azioni proprie;
- 2) Successivamente alla costituzione del veicolo societario, il gruppo, trasferiva i propri titoli a fronte di un pagamento in cambiali. Al tempo stesso, grazie anche ad operazioni di hedging sui titoli ceduti al veicolo, forniva garanzie sia agli investitori che ai creditori delle SPE;
- 3) Il veicolo societario procedeva all’acquisto di asset della Enron o offriva un hedging ai suoi investimenti finanziari, versando la liquidità ottenuta dal mercato³⁴.

In particolare il gruppo Enron aveva costituito diverse tipologie di veicoli societari che è possibile individuare in riferimento alle categorie di SPE descritte nel precedente paragrafo:

- *Leasing SPE*: Il gruppo creò un apposito veicolo per l’ottenimento di un leasing finanziario per la costruzione dell’edificio della direzione centrale di Houston;
- *Funds SPE*: Il gruppo aveva creato numerosi veicoli societari per la costituzione di fondi d’investimento. Questa era, ad esempio, l’attività svolta dal veicolo Jedi-chewco, che deteneva il 50% della joint Energy development investments limited, società deputata ad attività d’investimento, . la joint Energy development investments limited controllata al 50% dalla Enron, poteva così non essere consolidata grazie alla

³⁴ Bala G. Dharan (February 2002), “U.S. Congress, Enron’s Accounting Issues: What Can We Learn to Prevent Future Enrons”, House Energy and Commerce Committee hearing, pp. 87-96.

partecipazione per il restante 50% del veicolo Jedi-chewco, controllata ed amministrata da un dipendente della Enron;

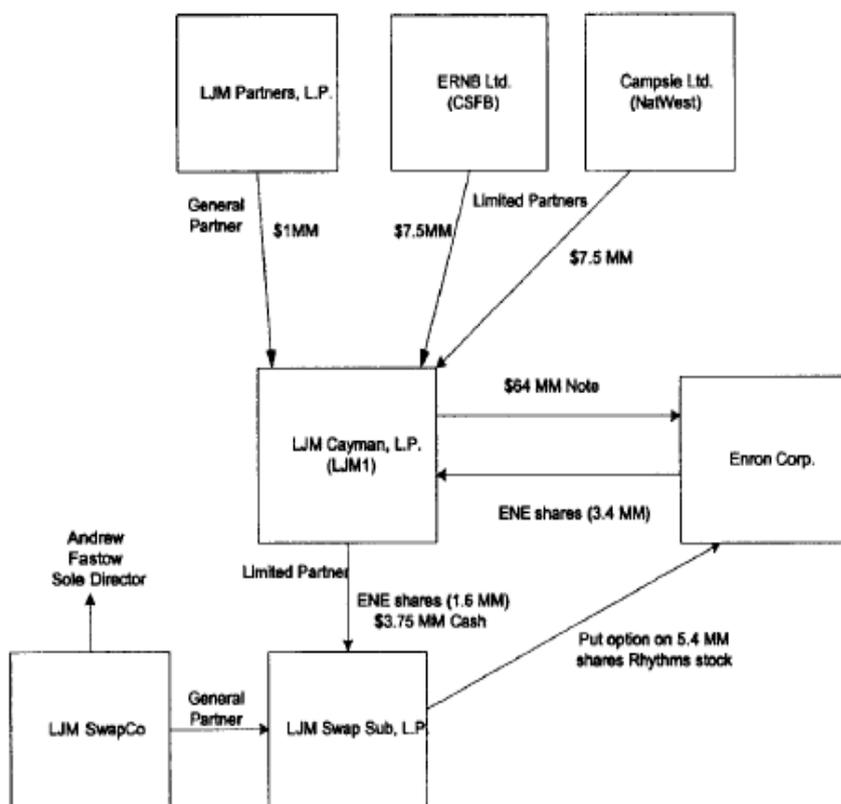
- *Securitisation SPE*: Le operazioni di securitisation venivano realizzate per il trasferimento di attività materiali della Enron (come, ad esempio, le reti di fibra ottica) al fine di ottenere liquidità immediata;
- *Asset-repackaging SPE*: utilizzati al fine di effettuare operazioni di copertura delle partecipazioni azionarie direttamente gestite dalla Enron.

La creazione di tali veicoli societari avveniva però compiendo alcune violazioni normative che consentivano alla Enron di trarre ingenti vantaggi.

In primo luogo, non era garantito il requisito di indipendenza tra la Enron e i veicoli societari costituiti; questi ultimi erano amministrati da manager o dipendenti della stessa Enron. Inoltre, le informazioni contenute nel bilancio del gruppo non erano adeguate relativamente all'esposizione dei rischi delle SPE e spesso si procedeva alla cancellazione di attività dal bilancio di gruppo, cedute ai veicoli, anche quando non consentito.

Nella Figura 2.3 è illustrato un esempio pratico del sistema utilizzato dalla Enron per la creazione di veicoli societari.

Figura 2.3 L'operazione Rythms



Fonte: report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron corp.

L'operazione in questione è nota come operazione Rythms, in quanto volta a coprire tali titoli.

Il veicolo costituito ad hoc per tale operazione è Ljm swap sub, attraverso il coinvolgimento del fondo Ljm1, con sede legale nel paradiso fiscale delle Cayman. Il Fondo Ljm1 è a sua volta costituito da tre veicoli societari: Ljm partners, ERNB Limited e Campsie Limited. Alla costituzione del veicolo Ljm swap sub hannop partecipato la Enron e il fondo Ljm 1. Nello specifico, la Enoron, in quanto originator dell'operazione ha contribuito al patrimonio sociale con 3,4 milioni di dollari in azioni cedendo 64 milioni di titoli. Il fondo Ljm 1 partecipa con 3,7 milioni in contanti e 1,6 in azioni. Questi conferimenti sono fatti nel rispetto del 3 % del capitale sociale richiesto per evitare il consolidamento del veicolo. Tuttavia, la Enron

aveva assunto l'impegno a versare denaro o riacquistare la sua quota di partecipazione al fondo; questa fattispecie di fatto sanciva l'obbligo di consolidamento del veicolo, non rispettato però dal gruppo societario.

A seguito del emergere delle frodi di bilancio e del conseguente crollo del valore azionario della Enron i valori in pancia alle SPV sono cominciati a crollare. Questo ha comportato la necessità di ingente liquidità per fronteggiare i pagamenti delle notes emesse dai veicoli societari, con la conseguente necessità di procedere allo scioglimento delle SPE. A seguito dello scioglimento dei veicoli societari le obbligazioni si sono trasferite in capo alla Enron costringendo il management, dopo alcuni tentativi di salvataggio non andati a buon fine (tra cui un prestito sindacato guidato da un pool di banche), a chiedere la procedura di fallimento.

Il caso Enron ha dimostrato, a spese degli investitori e dei creditori sociali, gli effetti di un utilizzo scorretto dei veicoli societari. Bisogna però sottolineare che si è trattata di una vera e propria frode articolata in modo complesso e con l'ausilio della società di revisione contabile Arthur Andersen, che secondo le indagini giudiziarie, avrebbe addirittura occultato alcuni documenti relativi alla strutturazione dei veicoli societari. Gli effetti di tale frode sono stati pesantissimi anche per la società di revisione che è di fatto uscita dal mercato delle cosiddette big five; oggi, infatti, si parla, di big four.

Notevoli sono anche le responsabilità delle agenzie di rating e delle autorità di vigilanza che non sono riuscite a regolare lo sfrenato liberismo a cui si è assistito in quegli anni.

In questo contesto sono emerse forti perplessità sull'approccio fortemente regolistico e dettagliato del FASB, mosso dall'intento di creare singoli standard in grado di disciplinare qualsiasi possibile fattispecie. Le vicende del caso Enron hanno dimostrato che per quanto dettagliato possa essere l'insieme delle regole contabili, esse non potranno mai includere tutte le fattispecie possibili e tenere il

passo all'inevitabile continua evoluzione dei mercati, ma al contrario, aprire spazi a comportamenti che, pur rispettosi nella forma, sono elusivi nella sostanza. È possibile quindi spezzare una lancia in favore dei principi IAS/IFRS che hanno, invece, un approccio basato su principi generali che si adatta più facilmente all'evoluzione dei mercati.

Concludendo, il caso Enron, è molto significativo poiché mostra quale sia la potenza delle società veicolo. In questo senso ritorna essere molto significativo l'esempio del bisturi fatto all'inizio del presente capitolo. La pericolosità di un veicolo societario può essere paragonata a quella di un bisturi; ma se l'utilizzo è corretto queste possono portare immensi benefici al sistema (è sostanzialmente quello che è accaduto con le prime operazioni di securitisation).

Dunque, gli standard setter internazionali, devono prestare una forte attenzione a tali strumenti e alle possibili evoluzioni della finanza.

Nel successivo capitolo verrà analizzata la nuova disciplina prevista dagli IAS/IFRS per il consolidamento delle SPE, soffermandosi su tutto il processo che ha portato all'emanazione del nuovo standard e sulla situazione precedente a tale modifica.

CAP III

IL PROCESSO DI EMANAZIONE DELLA NUOVA DEFINIZIONE DI CONTROLLO

Lo scopo di questo capitolo è analizzare dettagliatamente l'intero processo che ha portato all'introduzione dei nuovi standard contabili sul consolidamento.

L'introduzione del nuovo principio contabile IFRS 10 e, la conseguente modifica della nozione di controllo, è da considerare un cambiamento molto significativo dei principi contabili internazionali IAS/IFRS. Bisogna ricordare che tali principi sono "pensati" e nati proprio per il bilancio consolidato, che viene considerato l'asse portante della informazione rilevante per gli utilizzatori esterni.

Più è estesa la definizione di controllo e più ampio sarà il periodo di consolidamento e viceversa; modificare la definizione di controllo è, quindi, molto rilevante ai fini del consolidamento di una società.

1 Le fasi del processo

Nella presente sezione saranno descritte e analizzate le singole fasi che hanno portato all'introduzione della nuova definizione di controllo.

Il progetto dello IASB parte nel giugno 2003 con l'inserimento dello stesso nell'agenda al fine di procedere ad un armonizzazione contabile con i principi americani del FASB. IASB e FASB hanno sottoscritto nel 2002 un formale impegno ("Norwalk Agreement") per l'eliminazione delle differenze tra gli accounting standard e, per lo sviluppo congiunto di questi ultimi, impegno ulteriormente ampliato e confermato nella "Roadmap of Convergence between IFRSs and US GAAP 2006-2008"; tuttavia, nonostante la volontà

espressa dai due Board, la rimozione delle differenze si è dimostrata in realtà difficilmente raggiungibile.

Il progetto dello standard setter rimane per anni inapplicato e solo nel 2008 subisce una repentina accelerazione che ne consente l'attuazione negli anni successivi. Questa accelerazione si ha a seguito delle raccomandazioni pervenute dal Financial Stability Forum (FSF)³⁵ conseguentemente al manifestarsi della crisi finanziaria globale. Il Forum aveva richiesto allo IASB e al FASB di trovare una soluzione comune alla carenza informativa fornita nel bilancio consolidato relativamente ai veicoli non consolidati; ritenuta da molti come una delle cause principali della crisi³⁶.

Per verificare se effettivamente si è arrivati all'obiettivo chiesto a grossa voce dal FSF e individuare quali saranno gli impatti applicativi di tale principio è necessario analizzare l'intero processo che ha portato all'adozione del nuovo principio contabile.

In primo luogo è indispensabile comprendere la situazione esistente prima dell'introduzione del nuovo principio contabile. Nel paragrafo successivo saranno analizzati lo IAS 27 e il SIC 12 che erano rispettivamente il principio contabile e l'interpretazione utilizzati per individuare il perimetro di consolidamento.

Dopo esserci soffermati sulla situazione precedente la modifica del concetto di controllo andremo ad analizzare dettagliatamente l'intero processo che ha portato all'endorsement, da parte dell'UE, con il Regolamento n. 1254 del 29 dicembre 2012, dell'IFRS 10, congiuntamente con l'IFRS 11, relativo agli accordi di joint venture, e all'IFRS 12, relativo all'informativa sugli investimenti effettuati in

³⁵ Il Financial Stability Forum è nato nel 1999 su iniziativa dei Ministri finanziari e dei Governatori delle Banche centrali del G7 sulla scia delle raccomandazioni dell'allora presidente della Deutsche Bundesbank, Hans Tietmeyer. Raccogliendo il messaggio dei suoi fondatori, il Financial Stability Forum promuove la stabilità finanziaria internazionale e tenta di ridurre i rischi del sistema finanziario grazie allo scambio di informazioni e alla cooperazione tra le istituzioni finanziarie mondiali.

³⁶ Véron, Nicolas (2012), "Financial reform after the crisis: an early assessment", Bruegel working paper, no. 2012/01.

altre entità non consolidate. Con la stesura dell'IFRS 11 il Board ha raggiunto il proprio obiettivo, partito nel 2007 tramite la pubblicazione dell'Exposure Draft 9, relativo alla contabilizzazione degli accordi di joint venture, definendo un approccio "principle-based" secondo cui l'entità rileva nel suo bilancio i diritti e le obbligazioni contrattuali derivanti dall'accordo. Questo consente di migliorare la qualità dell'informativa fornita al fine di garantire agli investitori una maggiore comprensione della natura e degli effetti finanziari dell'operazione realizzata. Relativamente all'IFRS 12 questo verrà analizzato successivamente nel paragrafo 2 " L'IFRS 12" del presente capitolo.

Il processo è entrato nel vivo nel 2008 a seguito delle raccomandazioni del FSF: nel maggio 2008, dopo anni di studi, lo IASB pubblica un Discussion Paper, (successivamente DP) realizzato in comune con il FASB, in cui cerca di individuare diverse possibili definizioni alternative di controllo.

Nel dicembre dello stesso anno lo IASB pubblica l'Exposure Draft (successivamente ED) 10 dove si evince la volontà di introdurre un nuovo principio contabile che vada a sostituire quelli precedentemente utilizzati, attraverso un'unica definizione di controllo valida per tutte le entità. Questo documento è molto importante in quanto sostanzialmente diventerà l'IFRS 10, visto che non saranno apportate significative modifiche. Il Board concede cinque mesi di tempo per fornire commenti all'ED; questi non tardano ad arrivare e per la maggior parte sono contrastanti con quanto emerso nel documento. In particolare si chiede di esentare le imprese che gestiscono e valutano i loro investimenti al fair value (generalmente definite "investment entities"³⁷) dagli obblighi di consolidamento previsti dal Draft.

³⁷ Sostanzialmente con il termine investment entities si fa riferimento alle società la cui unica attività è quella di investire denaro in altre entità allo scopo di realizzare dei redditi da capitale (dividendi o interessi); tipico esempio di investment entities sono le società di private equity.

A seguito delle numerose richieste ricevute da coloro che commentarono l'ED 10, lo IASB decide di avviare, nel febbraio 2010 uno specifico progetto, separato dal principale per questioni di tempo, che consentisse alle investment entities di essere esentate dal consolidare partecipazioni in entità controllate, diversamente da quanto prevedeva lo IAS 27 e da quanto proposto nuovamente nell'ED10.

Nel frattempo il Board è prossimo alla pubblicazione dell'IFRS 10; con l'ultima fase nel 29 Settembre 2010 lo standard setter prepara uno Staff Draft sul nuovo principio. Il 12 maggio 2011 lo IASB pubblica la versione ufficiale dell'IFRS 10 congiuntamente con l'11 e il 12 che saranno oggetto della procedura di endorsement da parte dell'UE. Contemporaneamente lo IASB risponde ai commenti relativi al consolidamento da parte delle investment entities per le società da esse partecipate, e ad agosto 2011 pubblica un Exposure Draft che proponeva amendments all' IFRS 10, 12 e allo IAS 27. Il 21 ottobre 2012 viene pubblicata la versione definitiva della proposta di amendments che è stata omologata dall'UE il 21 novembre 2013.

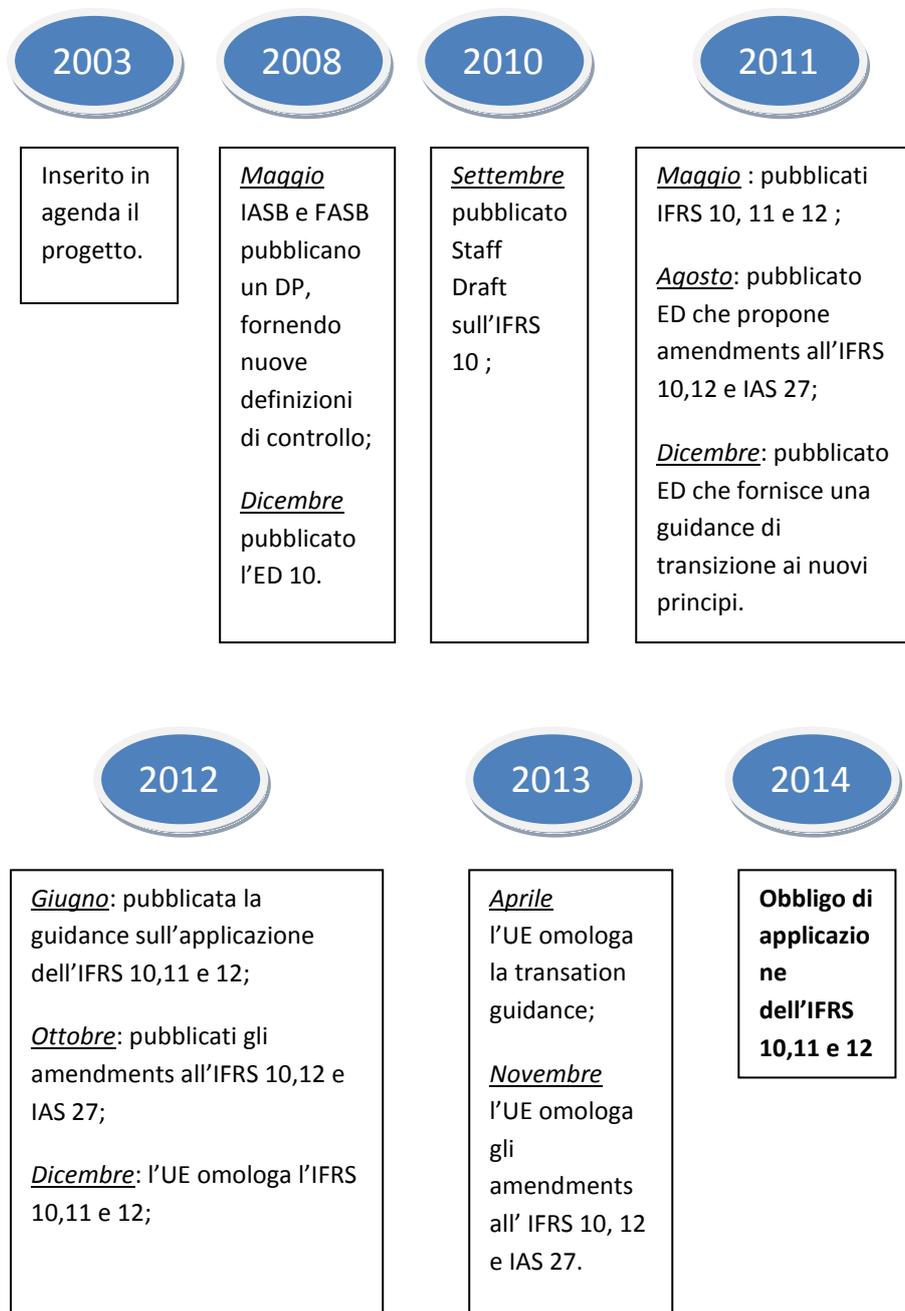
Il Board in data 28 giugno 2012 pubblica l'amendment "Consolidated Financial Statements, Joint Arrangements and Disclosure of Interests in Other Entities: Transition Guidance". La guidance introduce dei limiti all'applicazione dei nuovi principi sul consolidamento IFRS 10 "Consolidated Financial Statements", IFRS 11 "Joint Arrangements", IFRS 12 "Disclosure of Interest in Other Entities", IAS 27 "Separate Financial Statements" e lo IAS 28 "Investments in Associates and Joint Ventures", che entreranno in vigore dagli esercizi che iniziano il 1° gennaio 2014, a seguito della dilazione disposta dall'European Financial Reporting Advisory Group (successivamente EFRAG) in sede di omologazione dell'Unione Europea. Il progetto comincia il 20 dicembre 2011 con la pubblicazione da parte dello IASB di un Exposure Draft. Il Board subito dopo aver pubblicato i nuovi principi contabili, si rende conto, sentiti anche gli stakeholder di riferimento,

che è necessario concedere maggior tempo per permettere ai preparers di comprendere al meglio i nuovi principi e poterli così applicare correttamente. L'obiettivo delle modifiche è di fornire un alleggerimento della transizione nell'IFRS 10, 11 e 12, limitando l'obbligo di fornire informazioni comparative rettificata al solo esercizio comparativo precedente. Inoltre, per le informazioni relative alle entità strutturate non consolidate, le modifiche sopprimono l'obbligo di presentare informazioni comparative per gli esercizi precedenti alla data in cui l'IFRS 12 è applicato per la prima volta. L'adozione obbligatoria di tali principi viene slittata al periodo contabile che comincia 1° gennaio 2014, fatto salvo la facoltà delle società che redigono il consolidato di applicarlo anticipatamente. Tali modifiche sono state omologate dall'UE con il Regolamento del 4 aprile 2013 recante "Modifica del regolamento (CE) n. 1126/2008 che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda Bilancio consolidato, Accordi a controllo congiunto e Informativa sulle partecipazioni in altre entità: Guida alle disposizioni transitorie (Modifiche agli International Financial Reporting Standards 10, 11 e 12).

Nella Figura 3.1 è illustrato l'intero processo che ha portato all'emanazione dell'IFRS 10, 11 e 12.

Nelle sezioni successive saranno analizzate nel dettaglio le singole fasi di tale processo.

Figura 3.1: Le fasi del processo di emanazione dei nuovi standard contabili sul consolidamento.



Fonte: Riproduzione autonoma.

1.1 La definizione di controllo prima dell'introduzione dell'IFRS

10

Prima dell'introduzione del nuovo principio contabile, per individuare le società facenti parte del perimetro di consolidamento, si faceva riferimento allo IAS 27 e al SIC 12.

Lo IAS 27 definiva il controllo come "il potere di governare le decisioni sulle politiche finanziarie e operative di un'entità in modo da ottenere benefici dalla sua attività³⁸". Con la precisazione che "...il controllo esiste anche quando la capogruppo possiede la metà, o una quota minore, dei diritti di voto esercitabili in assemblea e ha:

- a) Il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori;
- b) Il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'entità in forza di uno statuto o di un accordo;
- c) Il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo; o
- d) Il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo.³⁹"

Il principio stabiliva, inoltre, che i diritti di voto potevano essere anche potenziali purché correntemente esercitabili⁴⁰. In questa valutazione non si doveva tener conto delle intenzioni del management di esercitarli effettivamente, né tanto meno della convenienza a farlo. In base allo IAS 27, pertanto, una società, nel valutare se controllava o meno una partecipata, doveva prendere in considerazione anche i diritti di voto potenziali come le opzioni call, le obbligazioni convertibili o qualsiasi altra tipologia di contratto che

³⁸ IAS 27, Paragrafo 4 e successivi;

³⁹ IAS 27, Paragrafo 13 e successivi.

⁴⁰ IAS 27, Paragrafo 14.

se esercitato le consentiva di ottenere il controllo. Tale controllo è detto passivo, poiché è sufficiente la possibilità che il controllo sia alla data di misurazione esercitabile e non è richiesto che esso sia effettivamente esercitato.

Lo IAS 27 prevedeva anche che le investment entities dovevano effettuare il consolidamento per le società da loro partecipate. Il principio stabiliva, inoltre, che il controllo era esclusivo, quindi solo un soggetto poteva controllare un'entità; eccezioni a tale principio valevano per le partecipazioni in joint venture e le entità a controllo congiunto che erano disciplinate rispettivamente dallo IAS 31 e il SIC 13⁴¹.

Il principio contabile disciplinava anche le informazioni integrative che dovevano essere contenute nel bilancio consolidato. Queste erano:

- a) Il tipo di legame tra la holding e la controllata della quale la capogruppo non possiede, direttamente o indirettamente attraverso controllate, più della metà dei diritti di voto esercitabili in assemblea;
- b) Le ragioni per cui il possesso, diretto o indiretto attraverso controllate, di più della metà dei diritti di voto effettivi o potenziali di una partecipata non costituisce controllo;
- c) La data di chiusura dell'esercizio a cui si riferisce il bilancio di una controllata, quando tale bilancio è utilizzato per redigere il bilancio consolidato ed è riferito a una data oppure a un esercizio diverso da quello considerato nel bilancio della controllante, e le motivazioni per cui si fa riferimento a una data o un esercizio diverso;
- d) La natura e la misura di qualsiasi restrizione significativa alla capacità delle controllate di trasferire fondi alla controllante a titolo di pagamento di dividendi o di rimborso di prestiti o anticipazioni;

⁴¹ IAS 27, Paragrafo 5.

- e) Un prospetto che illustri gli effetti di una qualsiasi modifica dell'interessenza partecipativa della controllante in una controllata tale da non comportare una perdita del controllo sul patrimonio netto attribuibile ai soci della controllante;
- f) In caso di perdita del controllo di una controllata, la controllante deve indicare l'eventuale utile o perdita. In particolare la parte di quell'utile o perdita attribuibile alla rilevazione di qualsiasi partecipazione mantenuta nella ex controllata deve essere valutata al rispettivo fair value alla data della perdita del controllo indicandola nel conto economico complessivo⁴².

Le informazioni relative alle società non consolidate, ma per cui la holding possiede un'interessenza erano contenute esclusivamente nello IAS 27, anche relativamente alle Special Purpose Entities (successivamente SPE). A queste ultime si applicava quanto appena descritto, poiché il SIC 12 non prevedeva alcun tipo di informazione da fornire in bilancio per i veicoli non consolidati.

Possiamo concludere, come lo stesso Board ha riconosciuto in seguito, che la definizione di controllo contenuta nello IAS 27 non era molto completa, in quanto, non forniva una definizione chiara del significato di potere e benefici e come questi erano legati per costituire controllo; lo standard setter risolverà queste criticità con l'emanazione di un nuovo standard contabile⁴³.

La definizione di controllo prevista dallo IAS 27 poteva risultare di difficile applicazione per una Special Purpose Vehicle (successivamente SPV). Proprio per questo il Board forniva un'interpretazione ufficiale, il SIC 12, sancendo che "Il controllo può esistere anche su un veicolo quando nella sostanza la società che lo ha creato ha il diritto a ottenere la maggioranza dei benefici da esso, ma detiene ed è esposta alla *maggior parte dei rischi economici*

⁴² IAS 27, Paragrafo 40 e successivi.

⁴³ IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements".

residuali o di proprietà connessi al veicolo stesso o alle sue attività”. Lo IASB definiva uno SPV come “un entità creata per realizzare un preciso e ben definito obiettivo; tali società a destinazione specifica possono assumere la forma di società di capitali, società fiduciaria, società di persone o società di fatto⁴⁴”.

L’interpretazione del Board forniva i seguenti indicatori per stabilire se vi era il controllo di uno SPE, detto anche “*risk and reward test*”:

- a) In sostanza, le attività della SPE possono essere ricondotte alla società che lo ha creato, a seconda delle specifiche necessità di business, in modo che la società abbia ottenuto dei benefici dalla creazione della SPE;
- b) In sostanza, la società che ha creato la SPE ha il potere di prendere le decisioni al fine di ottenere la maggioranza dei benefici derivanti dall’attività svolta dalla SPE oppure attraverso la creazione di un meccanismo di “autopilota” attraverso la quale la società ha delegato i poteri di prendere le decisioni;
- c) In sostanza, la società che ha creato la SPE ha il diritto di ottenere la maggioranza dei benefici derivanti dall’attività della SPE e può essere esposta ai rischi derivanti dall’attività svolta dalla SPE;
- d) In sostanza, la società che ha creato la SPE conserva la maggioranza dei residuali rischi di proprietà relativi alla SPE o agli asset da questo posseduti, al fine di ottenere benefici dall’attività svolta dalla SPE⁴⁵.

Come si può comprendere si trattava di indicatori sostanziali basati sul modello del “*risk and rewards*” e pertanto non richiedevano che al fine del consolidamento di una SPE ci fosse un effettivo controllo.

Si trattava, quindi, di due criteri di consolidamento basati su due logiche diverse: il controllo (IAS 27) e i rischi e benefici (SIC 12).

⁴⁴ SIC 12, Paragrafo 9;

⁴⁵ SIC 12, Paragrafo 10.

Applicando il SIC 12 era molto difficile che una volta definita una società come SPE questa non venisse consolidata, in quanto era molto complesso non superare il *risk and reward test*. Tuttavia la definizione di Special Purpose Entity fornita dal SIC 12 lasciava ampi margini di soggettività, relativamente a quando definire una società come società veicolo o meno e , quindi, applicare il SIC 12 invece dello IAS 27. Proprio questo aveva causato nel tempo comportamenti opportunistici dei preparers sulla scelta di considerare una società come veicolo o meno, e ha spinto lo IASB a procedere all'introduzione di un unico principio che definisse il controllo e rendesse più comparabili i bilanci⁴⁶.

A seguito dell'entrata in vigore del nuovo principio contabile sul consolidamento il SIC 12 è stato soppresso e lo IAS 27 è stato modificato; attualmente non disciplina più il consolidamento, ma esclusivamente disposizioni per la redazione del bilancio separato.

1.2 La genesi del progetto comune tra IASB e FASB

Nel maggio 2008 lo IASB pubblica un Discussion Paper realizzato in comune con il FASB, dal titolo: "Preliminary Views on an improved Conceptual Framework for Financial Reporting: The Reporting Entity". All'interno di questo DP viene definito un preliminare concetto di controllo che non deve essere limitato alle sole attività di business considerate come entità legali. Nel documento vengono individuate tre alternative definizioni per effettuare il consolidamento:

- a) Il "*controlling entity model*", prevede che il consolidamento da parte della holding avvenga per quelle entità che sono sotto il suo controllo;

⁴⁶ IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements".

- b) Il *“common control model”*, prevede che vengano combinati i bilanci delle entità che sono sotto il controllo dello stesso soggetto;
- c) Il *“risks and rewards model”*, prevede che due entità siano incluse nello stesso bilancio consolidato quando le attività di una entità coinvolgono i residuali azionisti dell'altra entità⁴⁷.

I Board osservano che possono verificarsi situazioni in cui l'utilizzo di bilanci combinati, e quindi, l'applicazione del *“common control model”*, possa fornire maggiori informazioni agli users del bilancio.

Con questo documento si voleva giungere alla determinazione di una definizione univoca di controllo basata principalmente sul *“controlling entity model”*, ma consentendo un'applicazione, in certe situazioni, del *“common control model”*. Il Discussion Paper viene realizzato attraverso un progetto comune con il FASB, come punto di partenza per l'adozione di una definizione univoca di controllo, valida per entrambi gli standard setters. Tuttavia, come vedremo in seguito, le intenzioni dei due Board risulteranno di difficile applicazione, per la diversità di approccio che hanno verso gli standard contabili.

Tale Discussion Paper è importante poiché rappresenta il punto di partenza per la realizzazione di una nuova definizione di controllo.

1.3 L'Exposure Draft 10 del dicembre 2008

In risposta al FSF lo IASB pubblica nel dicembre 2008 l'Exposure Draft 10 *“Consolidated Financial Statements”*, accettando commenti fino al 20 marzo 2009. Con l'ED lo standard setter dimostra la volontà di voler racchiudere in unico principio contabile, l'IFRS 10 appunto, la definizione di controllo valida ai fini della redazione del bilancio consolidato. Prima dell'entrata in vigore di tale principio esistevano due principi che regolavano la redazione del bilancio consolidato: lo

⁴⁷ IASB (May 2008), *“Discussion Paper, Preliminary Views on an improved Conceptual Framework for Financial Reporting. The Reporting Entity”*, Paragrafo 63 e successivi;

IAS 27 che dava una definizione di controllo e il SIC 12 relativo al consolidamento delle SPE.

Lo IASB ha preceduto in via solitaria alla stesura della nuova definizione di controllo, diversamente da quanto ci si aspettava in un primo momento e da quanto richiesto dal FSF. Questa decisione è dovuta alle divergenze esistenti tra i due Board su alcune parti del principio; ciò ha portato gli Stati Uniti a rimandare la pubblicazione del nuovo standard sul consolidamento. Il problema principale è riconducibile al diverso approccio che i due standard setters hanno nei confronti dei principi contabili: il FASB ha un approccio “rule-based” molto specifico e dettagliato, che definisce con chiarezza tutte le fattispecie possibili, lo IASB, invece, ha un approccio “principal-based” cioè di definizione di regole molto generali, piuttosto che il dettaglio di tutte le singole fattispecie. Proprio per questo il FASB mal digeriva il concetto di controllo di fatto voluto dallo IASB e avrebbe preferito una definizione di controllo più tassativa e meno astratta. Queste divergenze hanno portato lo IASB ad abbandonare il progetto comune di individuazione di una nuova definizione di controllo.

Lo IASB attraverso l’ED 10 vuole raggiungere tre obiettivi:

1. Migliorare la definizione di controllo, facendo in modo che ce ne sia una applicabile a tutte le entities;
2. Chiarire la definizione di controllo attraverso esempi di applicazioni pratiche ;
3. Dare una maggiore informativa sugli investimenti effettuati dalla holding, in particolare relativamente alle SPE , siano esse consolidate o meno⁴⁸.

In particolare, proprio rispetto questo ultimo punto il Board si aspetta di ricevere commenti su quando e se una maggior informativa su tali società, può essere utile agli stakeholder per

⁴⁸ IASB (December 2008), “Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements”, Paragrafo 3

prendere decisioni più consapevoli. L'ultimo obiettivo è senza dubbio il principale dell'adozione del nuovo standard contabile; il progetto è, infatti, cominciato proprio dalla richiesta di una maggiore informazione sui veicoli, da fornire all'interno del bilancio consolidato.

Il documento oltre a proporre una definizione univoca di controllo fornisce guide linea su come applicarla in situazioni che prima portavano perplessità su se applicare lo IAS 27 o il SIC 12. L'utilizzo di un univoco criterio, secondo lo IASB, consentirà, inoltre, una maggiore comparabilità e comprensibilità anche in un ottica di confronto con i bilanci redatti secondo la disciplina americana del FASB. L'Exposure Draft 10 del dicembre 2008 non va visto isolato, ma insieme all' ED di marzo 2009 relativo alla derecognition degli strumenti finanziari e proposte di amendments allo IAS 39 e IFRS 7. Questo poiché, spesso, come vedremo dettagliatamente in seguito, con l'entrata in vigore dell'IFRS 10, relativamente al consolidamento delle società veicolo sarà chiamato in causa l'IFRS 9 per la parte relativa alla derecognition di strumenti finanziari. Lo IASB ha voluto però tenere separati i due progetti, ma è indubbio che vi sia un forte legame. Il progetto di modifica della disciplina relativa alla derecognition è rimasto però incompleto, poiché il Board ha deciso di fermarsi all'ED, non apportando modifiche all'attuale principio che disciplina la derecognition degli strumenti finanziari.

1.3.1 Il cambiamento della definizione di controllo

Nel Draft il Board riconosce i limiti dello IAS 27 nella definizione di controllo fornita. In particolare non è chiaro il significato di potere e benefici e come questi sono legati al concetto di controllo. Lo IASB riconosce cinque limiti dello IAS 27 che cerca di superare attraverso l'introduzione di un nuovo standard. I cinque limiti individuati dal Board sono:

1. Quando una società può controllare un'altra entità pur possedendo meno della maggioranza dei voti esercitabili sulla stessa;
2. Come i potenziali diritti di voto influenzano la definizione di controllo;
3. Quando i diritti di altri soggetti sull'entity possono influenzare la società nell'avere il controllo dell'entity;
4. Come individuare il ruolo degli *agent* che lavorano per la società tenuta alla redazione del bilancio consolidato;
5. Come definire il controllo quando la società opera simultaneamente il ruolo di *principal* e *agent*⁴⁹.

Nella nuova definizione di controllo prodotta nel ED lo IASB cerca di superare tali limiti e di ricomprendere, almeno in parte, quando previsto dal SIC 12. Nel documento il Board utilizza il "controlling entity model" e non considera gli altri due modelli emersi nel DP redatto congiuntamente con il FASB qualche mese prima.

La definizione di controllo contenuta nell' ED 10 coincide con l'attuale definizione prevista dall'IFRS 10, in quanto non sono state apportate modifiche. Il Draft basa quindi il consolidamento di un'investee⁵⁰ esclusivamente sul principio di controllo stabilendo che "una società ha il controllo su un investee quando è esposta, o ha diritti, ai rendimenti variabili dovuti alla sua partecipazione nell'entità e quando congiuntamente ha la capacità di influire su tali ritorni attraverso il potere che ha sull'investee⁵¹". Un cambiamento molto rilevante è nell'utilizzo del termine "ritorni" al posto del termine "benefici" utilizzato nello IAS 27. Ciò è stato fatto poiché il Board ha ritenuto che il termine "benefici" veniva considerato solo con un'accezione positiva, mentre il termine "ritorni" può indicare anche

⁴⁹ IASB (December 2008), "Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 15;

⁵⁰ Il termine investee è utilizzato dall'IFRS 10 per individuare il soggetto giuridico sul quale una società ha una forma di investimento non necessariamente partecipativo.

⁵¹ IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 8 e successivi.

qualcosa che non sia necessariamente positivo per la holding. L'ED 10 recita infatti che "i ritorni variano a seconda dell'attività svolta dall'entity controllata e possono essere positivi o negativi⁵²". Il Draft fornisce una lista sui possibili ritorni generati da una controllante:

- a) Dividendi, altre forme di benefici economici distribuiti dall'entity e cambi del valore della controllante attribuibili alla holding o a società da essa controllate;
- b) Commissioni pagate ad un pool di banche per la concessione di un prestito, commissioni pagate per l'ottenimento di liquidità o la trasformazione delle attività della controllante in denaro, interessi sulle attività della controllata o attività/passività residue dopo la liquidazione della controllata, benefici fiscali e benefici derivanti dall'accesso alla liquidità posseduta dalla controllata;
- c) Benefici derivanti dall'utilizzo congiunto degli asset della holding con quelli della controllata al fine dell'ottenimento di sinergie (quali ad esempio economie di scala, di scopo o di ampiezza);
- d) Benefici derivanti dalla riduzione dei costi⁵³.

Questa nuova definizione di controllo prevede tre elementi fondamentali che devono sussistere affinché si eserciti controllo su una entities al fine della redazione del bilancio consolidato. I tre elementi sono (Figura 3.2):

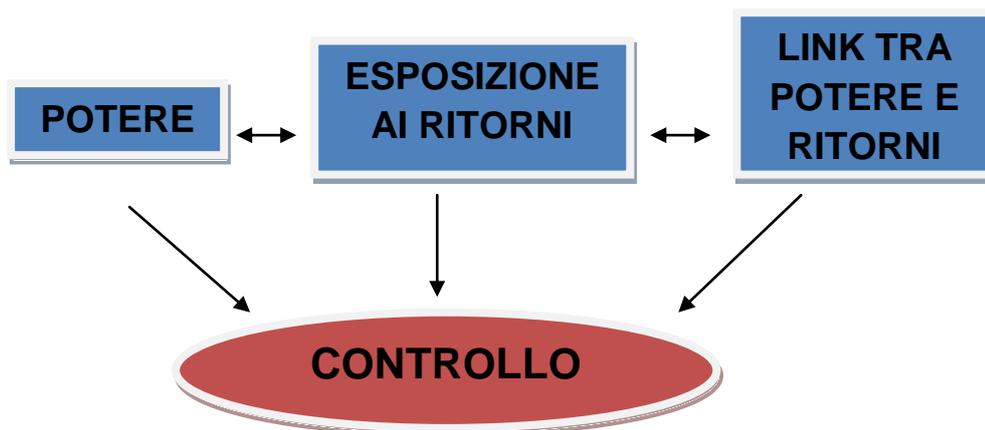
1. Il potere decisionale di dirigere le relevant activities dell'investee;
2. L'esposizione ai futuri rendimenti dell'investee;
3. La capacità di utilizzare il suo potere per influire sui rendimenti dell'investee⁵⁴.

⁵² IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 10 e 11;

⁵³ IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 12 e successivi;

⁵⁴ Definito dal Board come "the link between power and returns"

Figura 3.2: La nuova definizione di controllo



Fonte: Riproduzione autonoma.

Il Board, quindi, utilizza due parole fondamentali al fine della possibilità di esercitare un controllo sull'investee: "power"(potere) e "returns"(ritorni). L'utilizzo congiunto di queste due parole fa chiaramente emergere la volontà del Board di ricomprendere, in un'unica definizione, quanto previsto precedentemente dal SIC 12 e dallo IAS 27.

Andiamo ora ad analizzare dettagliatamente ciascuna delle tre condizioni prevista dall'ED. Relativamente alla prima condizione, il documento spiega che il potere di dirigere le attività rilevanti dell'entity non deve essere necessariamente attivo; cioè può trattarsi anche di un potere di gestione potenziale, derivante dai diritti che l'investitore può esercitare sull'investee. Sostanzialmente quindi, come prevedeva anche lo IAS 27 è possibile esercitare un controllo passivo⁵⁵.

In particolare il Board ha previsto che vi è potere quando seppure la società non detiene un pieno controllo sull'investee è in grado di esercitarlo e che l'esercizio di tale facoltà sia *sostanziale*, cioè sia conveniente farlo. Questa rappresenta una grossa novità rispetto allo IAS 27; il precedente standard contabile non prevedeva alcun criterio di sostanzialità, ma chiedeva esclusivamente che i diritti di voto

⁵⁵ IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 8 e successivi.

fossero immediatamente esercitabili. Con l'introduzione del nuovo principio è invece necessario non solo dimostrare la immediata esercitabilità ma anche la convenienza della stessa. Questo non ci stupisce in quanto è più in linea con l'approccio principal based dello IASB, ma comporterà per i preparers costi e procedure di calcolo aggiuntive.

Un'altra importante novità introdotta dall'ED 10 è il concetto di relevant activities. Nello IAS 27 non era ben specificato in che modo si doveva esercitare un controllo sulle attività; nel Draft, invece, il Board spiega che è sufficiente avere il potere di incidere sulle decisioni afferenti le attività rilevanti, cioè su quelle attività che sono determinanti ai fini della gestione aziendale, per esercitare il controllo. Come vedremo nel sottoparagrafo 1.3.2 "La disciplina delle structured entities" del presente capitolo, questo elemento risulta essere determinante ai fini del consolidamento delle SPE.

Per il Board affinché sia esercitabile un controllo sull'investee e sia quindi consolidabile è necessario che la holding oltre a controllare l'entità sia esposta ai ritorni della stessa. Con questa definizione lo IASB ha voluto far rientrare le SPV in questa fattispecie, ma con scarsi risultati, poiché seppur la società sia esposta ai rendimenti del veicolo può non controllarla direttamente e quindi riuscire agevolmente a non consolidare il veicolo⁵⁶.

Infine, con il terzo e ultimo elemento della definizione di controllo contenuta nell'ED 10, il Board vuole evidenziare il forte legame esistente tra potere e ritorni. Lo IASB vuole fornire un concetto aggiuntivo di controllo: un controllo di tipo indiretto. Il fine ultimo è quello di ricomprendere in maniera più marcata, rispetto alle prime due condizioni, il concetto di "rischi e benefici" previsto dal SIC 12⁵⁷.

⁵⁶ IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 10;

⁵⁷ IASB (December 2008), "Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 55.

Come descritto in precedenza affinché ci sia controllo deve essere esercitato congiuntamente un controllo e essere esposti ai ritorni. Il Board riconosce che in alcuni casi può essere evidente l'esposizione ai ritorni e meno individuabile il potere esercitabile dalla capogruppo. In particolare, questa fattispecie è riconducibile direttamente alle SPE: se guardiamo solo alle prime due condizioni queste potrebbero non essere rispettate e per tanto non si procederebbe al consolidamento, per la mancanza dell'esercizio di controllo.

Con la terza condizione il Board individua un concetto di controllo indiretto basato sul rapporto principal/agent. Sostanzialmente, per stabilire se ci sia un controllo indiretto o meno bisogna comprendere se l'entità che esercita il controllo stia operando in qualità di agent oppure per conto proprio, quindi come principal. Se il potere gestionale dell'entità le consente di influenzare in maniera rilevante i ritorni è possibile affermare che stia agendo per conto proprio, come principal, viceversa starà agendo per conto di terzi, come agent. Possiamo affermare che questa condizione consente di sopperire alla mancanza del pieno rispetto della prima condizione.

Tale elemento rappresenta una novità assoluta non prevista né dallo IAS 27 né dal SIC 12. Nelle Basis for conclusions dell'ED 10 viene fornita una definizione di agent, il Board stabilisce che "una agent è una parte impegnata principalmente a operare per conto e per il beneficio di terzi (del principal) e, per tanto, non controlla la partecipata quando esercita la propria autorità decisionale⁵⁸". Interpretando quanto detto dallo IASB se ad esempio, a capo della controllante vi è un manager, bisognerà individuare se questo opera come principal o come agent al fine della determinazione dell'esercizio di un controllo indiretto da parte della holding, tramite il manager. Nel Draft non sono descritti tutti i fattori da considerare per valutare il rapporto di principal/agent, ma saranno aggiunti successivamente nella versione definitiva di quello che sarà l'IFRS 10.

⁵⁸ Paragrafo 89.

Il problema che si pone il documento è come bisogna comportarsi quando la società che redige il consolidato può operare sia come principal che come agent. In questo caso quando opererà come agent non eserciterà il potere, viceversa in caso contrario. Tuttavia il Board riconosce che in queste situazioni risulta difficile determinare se si opera come principal o come agent e fornisce una regola per risolvere la situazione. Lo standard setter stabilisce che se è dimostrabile che la holding utilizza i diritti di voto in nome e per conto di altri questi devono essere esclusi ai fini della determinazione del potere esercitabile dalla stessa.

La nuova guidance sui rapporti di agenzia risulta essere fondamentale per il consolidamento delle SPE, come vedremo successivamente nel dettaglio.

1.3.2 La disciplina delle structured entities

L'ED 10 dedica un ampio spazio alle structured entities trattandole nei paragrafi 19-29 della prima parte, 30- 38 della seconda parte e nei paragrafi 98-121 delle Basis for conclusions.

Il documento introduce il termine “structured entity”, riferendosi alle “Special Purpose Entities” precedentemente disciplinate dal SIC 12. Queste vengono definite come “entity le quali attività non sono dirette secondo quanto descritto dai paragrafi 23-29 dell'ED10⁵⁹”. Tali paragrafi individuano le tre modalità con cui un attività può essere diretta; le tre modalità alternative sono:

1. *Il potere di dirigere le attività tramite l'esercizio della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea o organo equivalente.* Il Board identifica la sussistenza di tale condizione se si ha il potere di nominare o rimuovere i membri del consiglio d'amministrazione o organo equivalente;

⁵⁹ IASB (December 2008), “Exposure draft 10: consolidated financial statements”, Paragrafo 10.

2. *Un'entità possiede la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea o in organo equivalente ma non è in grado di dirigere le attività della stessa.* Questa situazione si verifica allorquando vi è una clausola che limita il potere della holding o esiste una terza società o soggetto che dirige le attività della entità;
3. *Il potere di dirigere le attività senza avere la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea o organo equivalente.* Questo è possibile in due casi: quando pur non potendo esercitare la metà dei voti in assemblea la società detiene comunque la partecipazione maggioritaria che gli consente di prendere le decisioni (è il tipico esempio delle società quotate con un azionariato molto frazionato) ; quando i voti posseduti dalla holding sono sufficienti per prendere le decisioni afferenti le strategie finanziarie e operativi della entità.

Quindi, stando a quanto previsto dal Draft, qualora le attività di una società non vengano dirette in una delle tre modalità appena viste, abbiamo a che fare con una structured entity.

Come ampiamente spiegato nel precedente paragrafo la nuova definizione di controllo proposta dal Board richiede che si verifichi congiuntamente l'esercizio del potere da parte della holding e la possibilità della stessa di influenzare i ritorni della entità. Nelle Basis for conclusions dell'ED 10 viene illustrata la discussione avvenuta all'interno del Board circa i criteri da utilizzare per il consolidamento delle società veicolo⁶⁰. Lo IASB chiarisce che vi erano due linee di intervento attuabili: la prima, quella prevista attualmente dal principio contabile americano FIN 46(R), relativo proprio al consolidamento delle società veicolo ; la seconda, che prevedeva l'utilizzo del "controlling entity model" individuato nel DP del 2008. Per quanto riguarda il principio contabile americano, questo prevedeva che ai fini del consolidamento di una società veicolo non

⁶⁰ Paragrafo 113.

risultava essere significativo verificare se la holding esercitasse un potere sulla stessa, ma proponeva dei criteri basati esclusivamente sui ritorni (si trattava in sostanza di un risk and reward model). La seconda opzione, come già abbiamo visto, si basava invece sull'utilizzo congiunto del potere esercitato e dei ritorni. Nello sviluppo dell'ED 10 il Board adotta il secondo modello, anche perché in caso contrario non ci sarebbe stata una grossa modifica, visto che il SIC 12 già prevedeva un diverso criterio di consolidamento per le società veicolo, basato sui rischi e benefici. Il Board sottolinea, inoltre, che lo stesso FASB ha rivisto la propria visione attraverso la pubblicazione di un Exposure Draft nel Settembre 2008 che proponeva amendments al FIN 46(R), utilizzando una definizione che considerasse anche il potere esercitato e non solo dei ritorni attesi. Lo IASB riconosce la nuova versione del principio americano che ha come ratio la verifica di chi esercita il controllo e in che modo, al fine di comprendere al meglio quale sia l'esposizione ai ritorni futuri.

Il Board individua quindi un link esistente tra potere e ritorni, link che come abbiamo visto nel precedente sottoparagrafo 1.3.1 "Il cambiamento della definizione di controllo" è catturato dalla terza condizione prevista dal Board nella nuova definizione di controllo. Lo standard setter ritiene che se non avesse introdotto un concetto di potere per la determinazione del consolidamento delle società veicolo, ci sarebbero state maggiori possibilità per gli users di creare veicoli che sfuggissero al consolidamento.

Lo IASB, precisa che per individuare il controllo di una società veicolo è necessario individuare come i ritorni sono condivisi con la holding e in che modo e chi prende le decisioni che influenzano tali ritorni. La holding deve considerare tutti i seguenti fattori e le seguenti circostanze:

- a) Comprendere il fine e la struttura della società veicolo;

- b) L'esposizione ai rendimenti della società veicolo. Se la holding è esposta significativamente ai ritorni della società veicolo allora questa è in grado di esercitare un controllo;
- c) Le attività svolte dalla structured entity, specificando come i piani finanziari e operativi sono stati redatti al fine del raggiungimento di tali attività. Bisogna individuare quali sono le attività principali che portano i ritorni e da chi sono dirette;
- d) Accordi relativi all'esercizio del controllo (cd "releted arrangemnets");
- e) L'abilità da parte della holding di modificare i piani operativi e/o finanziari. Questa capacità comporta implicitamente l'esercizio di un potere da parte della holding;
- f) Quando la holding agisce come agent per terzi, o è un terzo ad agire come agente (la società quindi opera come principal)⁶¹.

La principale questione richiesta dal FSF a cui il Board ha dovuto rispondere e quella relativa alle informazioni aggiuntive da fornire in bilancio per le società per la quali la holding detiene una partecipazione, ma non è tenuta a consolidarle. In particolare, il fine ultimo del Forum era quello di garantire una maggior informativa sulle esposizione ai veicoli societari. Questo poiché attraverso la creazione di structured entities che non compaiano nel bilancio non si evidenzia un eventuale peggioramento del rischio di liquidità, di credito o di accesso ai mercati finanziari che non viene evidenziato nella semplice visione dei prospetti che compongono il consolidato. Tuttavia un informazione dettagliata di tutte le società non consolidate sarebbe troppo lunga e non utile per il lettore del bilancio; per tanto lo IASB ha deciso di fornire informazioni aggiuntive solo per quelle società strutturate per cui si è esposti ad una variabilità dei ritorni; sono incluse le operazioni di credit

⁶¹ IASB (December 2008), "Exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 31.

enhancement, la detenzione di strumenti di capitale o di debito, fornitura di liquidità e garanzie fornite sugli asset⁶². Questi limiti secondo il Board individuano quelle società veicolo che sono state il “cuore” della crisi finanziaria e a qui per tanto il FSF si riferiva. Tuttavia alcuni membri del Board, in particolare Mr. Smith, hanno espresso le proprie perplessità che questa limitazione potesse essere un incentivo alla creazione di società veicolo che non solo non venissero consolidate, ma per le quali non fosse fornita neanche un informativa ai “piedi del bilancio”. La maggioranza dei componenti del Board ha però ritenuto questi dubbi non rilevanti e ha deciso per la fornitura di informazioni per le società veicolo per cui vi è una anche minima esposizione ai ritorni; le informazioni da fornire sono:

1. La natura e il coinvolgimento nei confronti della structured entity che non si controlla secondo la definizione fornita dall’ED;
2. La natura e gli impatti quantitativi dei rischi aggiuntivi di mercato, credito e liquidità devianti dalla partecipazione nella structured entità che non si controlla secondo la definizione fornita dall’ED⁶³.

Sostanzialmente, come lo stesso Board ha riconosciuto in seguito, si tratta della stessa disclosure richiesta dall’IFRS 7 circa la detenzione di strumenti finanziari (non applicabile alle structured entities). Molti users dei bilanci richiesero al Board di ampliare l’informativa sui veicoli consolidati, in quanto, appunto, non si trattava di fornire alcuna informativa aggiuntiva rispetto a quanto già previsto per gli investimenti finanziari. Significativi provvedimenti saranno presi dal Board con la stesura di un nuovo apposito principio ad hoc: l’IFRS 12.

⁶² IASB (December 2008), “Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements”, Paragrafo 137;

⁶³ IASB (December 2008), “Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements”, Paragrafo 141.

1.3.3 Benefici e costi della nuova definizione di controllo

Il Board ritiene che attraverso l'applicazione della proposta contenuta nell'ED ci saranno benefici sia per gli users che per i preparers del bilancio consolidato, grazie ad una più chiara e semplice definizione dei requisiti per il consolidamento. Ulteriori benefici, secondo lo IASB sono dovuti alla maggiore comparabilità dei bilanci in relazione alla disciplina del FASB e ad una maggiore informativa relativa ai veicoli non consolidati⁶⁴.

Per quanto riguarda la transizione al nuovo principio il Board riconosce che le società dovranno sostenere dei costi aggiuntivi, ma mira a ridurli grazie alla guida fornita nello stesso documento⁶⁵. Lo IASB spiega che non è detto che l'adozione del nuovo principio comporterà il consolidamento di più entità rispetto a quanto previsto dallo IAS 27 e dal SIC 12. Questo perché, con l'adozione del nuovo principio, ci saranno società che in precedenza venivano consolidate e adesso non lo saranno e società che non erano consolidate, ma che adesso lo saranno. Il Board non riesce a quantificare se la revisione della definizione di controllo comporterà maggiori costi per i preparers dovuti al consolidamento di più entità, in quanto ciò dipenderà dalla situazione di ciascun gruppo, e non è quindi possibile una generalizzazione in termini assoluti.

Infine, lo IASB riconosce che i gruppi incorreranno in maggior costi per la maggiore disclosure richiesta per i veicoli non consolidati e che questi saranno maggiori dei benefici che gli users del bilancio otterranno dalla maggior disclosure⁶⁶. Questo aspetto lascia molte perplessità circa i vantaggi derivanti dalle maggiori informazioni fornite sui veicoli non consolidati e da ampio spazio alla tesi secondo la quale si sarebbe dovuto cercare di aumentare il perimetro di

⁶⁴ IASB (December 2008), "Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 161.

⁶⁵ IASB (December 2008), "Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 156 e successivi;

⁶⁶ IASB (December 2008), "Basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements", Paragrafo 146 e successivi.

consolidamento per i veicoli societari, piuttosto che puntare ad una maggior disclosure.

1.3.4 La visione alternativa di alcuni componenti del Board

Tre dei tredici componenti del Board votarono contro l'approvazione dell'ED 10. In particolare i tre componenti dissenzienti furono Messrs Garnett, Leisernring and Smith. Questi erano contrari alla possibilità di esercitare un potere di fatto e alla definizione di controllo redatta dal Board relativa al consolidamento dei veicoli societari⁶⁷.

Secondo i consiglieri non è detto che se un'opzione call o un qualsiasi contratto sia esercitabile e sostanziale questo venga necessariamente esercitato e quindi non può dirsi aprioristicamente che la società tenuta alla redazione del consolidato posseda un potere decisionale. L'introduzione del concetto di sostanzialità inoltre crea problemi su come debba essere valutata la convenienza di un'opzione e sulla possibilità che più entità procedano al consolidamento dello stesso soggetto.

Mr. Smith risulta essere molto critico riguardo le modifiche apportate nelle disposizioni che disciplinano il consolidamento delle structured entity. L'eliminazione del "*risk and reward test*" secondo il membro del Board costituisce chiaramente una riduzione alla possibilità che una società veicolo venga consolidata. Mr. Smith è molto scettico riguardo l'utilizzo del concetto di potere per il consolidamento delle società veicolo, ritenendo che il modello dei rischi e benefici sia più consono per queste tipologie di società. Il componente del Board consiglia, in assenza di una guidance aggiuntiva, di prevedere l'aggiunta di un *risk and reward test* nelle situazioni in cui non è possibile determinare il potere di dirigere le attività rilevanti di una società veicolo.

⁶⁷ IASB (December 2008), "*Alternative views on exposure draft 10: consolidated financial statements*".

In sostanza possiamo concludere che Mr. Smith è contrario alla soppressione del SIC 12, o meglio non è favorevole a come lo IASB voglia ricomprenderlo in un'unica definizione di controllo.

1.3.5 I commenti all'ED 10

Nel sottoparagrafo precedente 1.3.4 “La visione alternativa di alcuni componenti del Board” è stato illustrato il punto di vista di alcuni componenti del Board, divergente rispetto a quanto emerso nell'ED 10. In questa sezione andremo ad analizzare i commenti pervenuti dall'Organismo Italiano di Contabilità e dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria che risultano essere i più significativi, per quanto concerne il tema del consolidamento delle società veicolo, e in piena linea con gli altri commenti pervenuti allo IASB. In particolare il Board ha concesso cinque mesi di tempo a tutti gli stakeholder per commentare il Draft e rispondere a 12 quesiti proposti. Come vedremo tramite l'analisi dei commenti, i tre consiglieri del Board non sono gli unici ad avere una visione divergente rispetto a quella emersa nel documento.

I commenti pervenuti allo IASB da parte dell'OIC e del Comitato di Basilea, come quasi la totalità dei commenti, evidenziano forti perplessità circa l'efficacia e la chiarezza della nuova definizione di controllo per il consolidamento dei veicoli societari. I timori sono legati soprattutto all'abbandono del risk and reward model e il relativo test, con una conseguente possibilità di riduzione del perimetro di consolidamento proprio per via della riduzione del numero di veicoli consolidati; questo è dovuto all'evidente difficoltà che il Board ha riscontrato nel ricomprendere il concetto di rischi e benefici e di controllo in un'univoca definizione di controllo.

Nello specifico l'OIC chiede allo IASB di procedere in via separata ai progetti previsti nell'ED 10, scomponendoli in due parti: la prima relativa alla disclosure per i veicoli non consolidati, e la seconda,

inerente la nuova definizione di controllo; quest'ultima cercando di riaprire il progetto iniziato con il FASB⁶⁸.

Il comitato di Basilea evidenzia il suo appoggio alla visione alternativa sull'ED da parte di Messrs Garnett, Leisernring and Smith e chiede una maggior chiarezza sul link esistente tra derecognition e consolidato. Quest'ultimo aspetto è fondamentale ai fini del consolidamento di una structured entity e presenta divergenze rispetto a quanto previsto dalla disciplina del FASB⁶⁹. I principi americani US/GAAP, infatti, disciplinano il consolidamento e la derecognition in un univoco principio, il SFAS n.140.

L'OIC e il Comitato di Basilea sono concordi nel chiedere una maggior considerazione dei rischi e benefici e l'effettuazione di un test che verifichi i futuri impatti dell'introduzione del nuovo standard, con un focus specifico sulle structured entities.

All'interno dell'ED 10 il Board presenta 12 questioni all'attenzione dei diversi stakeholder. Analizzeremo nel dettaglio alcune delle principali questioni riguardanti il tema del consolidamento delle società veicolo secondo la nuova definizione di controllo proposta nel documento , soffermandoci sulle risposte fornite dai due soggetti presi in considerazione.

In particolare, nelle prime due questioni, lo IASB chiede se la nuova definizione di controllo possa essere utilizzata come una buona base per effettuare il consolidamento e se ricomprende al suo interno quanto previsto precedentemente dallo IAS 27 e dal SIC 12. Relativamente a queste due questioni sia l'OIC che il Comitato di Basilea pongono le proprie perplessità circa il mancato utilizzo di una nozione basata sul modello dei rischi e benefici e sull'assenza di un test specifico per valutare l'effetto sul consolidamento delle SPE. Nello specifico, il Comitato di Basilea, si ritrova in accordo con quanto

⁶⁸ Organismo italiano di contabilità (2 March 2009), "Comments on IASB's Exposure Draft 10- consolidation";

⁶⁹ Basel Committee on banking supervision (20 March 2009) "Comments on Exposure Draft 10- consolidated financial statements".

argomentato dal Dott. Smith nella “Alternative view on ED10”, ritenendo che in alcuni casi, per il consolidamento dei veicoli, risulta essere indispensabile una definizione basata sul risk and reward model.

L’OIC chiede a grossa voce un field test per analizzare più dettagliatamente i futuri impatti che si otterranno sul consolidamento dei veicoli e evidenzia alcune inconsistenze presenti nella definizione di controllo. In particolare è sottolineato l’ utilizzo dei termini “can” e “ability” come sinonimi del termine “power”, con la conseguente creazione di confusione.

Nella terza questione, il Board chiede se la guidance fornita è sufficiente per applicare la definizione di controllo o se deve essere ampliata. Entrambi gli stakeholder sono concordi nell’affermare che la guidance è incompleta, in particolare per quanto riguarda il consolidamento delle SPV, non prevedendo molti dettagli sul legame esistente tra poteri e ritorni e sulla relazione principal/agent; sarebbe quindi idonea una nuova guidance più dettagliata della precedente.

La sesta questione è molto rilevante, il Board chiede un parere sulla definizione di structured entities. Al riguardo l’OIC crede che sia necessaria una definizione meno ampia, che di alito a minori fenomeni interpretativi e che soprattutto fornisca esempi di Special Purpose Entities come quelli presentati nel SIC 12. Come visto nel sottoparagrafo 1.3.1 “Il cambiamento della definizione di controllo” la definizione è molto vaga: l’ED 10 le definisce come delle entity le quali attività non sono dirette come quando descritto dai paragrafi 23-29 dell’ED10.

Nelle questioni 7 e 8 lo IASB chiede se la definizione e la guidance fornita sono sufficienti per procedere la consolidamento delle special purpose entities o se è necessario l’ utilizzo di un “risk and rewards fall back test” che individui un livello minimo della variabilità ai ritorni, creando così un’eccezione al principio base che il consolidamento avvenga sulla base del controllo. Entrambi gli

stakeholder ritengono che sia necessario ricomprendere i rischi e benefici nella definizione di controllo, per evitare il mancato consolidamento di alcune società veicolo (l'OIC si riferisce in particolare alle cosiddette "società auto polita"). Il comitato di Basilea, a differenza dell'OIC si pronuncia contrario a un fall back test, a patto che nella definizione di controllo venga inserito molto più incisivamente il concetto di rischi e benefici, richiamando quanto affermato da Smith e chiede dei criteri meno sostanziali per la definizione delle attività chiave.

In conclusione possiamo affermare, osservando le questioni sollevate dallo IASB, che lo stesso Board ha riconosciuto i dubbi sollevati da alcuni membri nelle Basis for conclusions del Draft, tanto da proporre numerose questioni relative all'efficacia del consolidamento delle SPV con la nuova definizione di controllo. Questo rende ancora più legittimo chiedersi quali saranno gli effetti per il consolidamento delle società veicolo e se sia idoneo rivedere quanto previsto nel Draft, prima dell'entrata in vigore del nuovo standard.

1.4 L'omologazione del principio contabile

La versione ufficiale dell'IFRS 10 viene pubblicata il 12 maggio 2011 dallo IASB congiuntamente all'IFRS 11 e 12. La procedura di endorsement si conclude positivamente, a seguito del parere favorevole dell'ARC e dell'EFRAG, il 29 dicembre 2012 con la pubblicazione del Regolamento UE n. 1254/2012 recante "Adozione l'IFRS 10 Bilancio consolidato, l'IFRS 11 Accordi a controllo congiunto, l'IFRS 12 Informativa sulle partecipazioni in altre entità e modifica dello IAS 27 Bilancio separato e dello IAS 28 Partecipazioni in società collegate e joint venture". Sostanzialmente il nuovo principio contabile contiene le stesse disposizioni previste dall'ED10; nonostante i numerosi commenti pervenuti al Board non è stata

prevista alcuna modifica inerente la possibilità di esenzione al consolidamento delle investment entities.

Il Regolamento con il quale l'UE ha omologato il principio fornisce alcuni esempi applicativi molto utili al fine di risolvere alcune situazioni dubbie. In particolare è significativo andare a analizzare degli esempi pratici relativi alla verifica delle tre condizioni stabilite dal Board affinché ci sia il controllo di un'entità.

Per quanto riguarda la prima condizione, cioè la possibilità di esercitare potere, rappresenta una novità assoluta il concetto di sostanzialità dei diritti esercitabili. L'esempio applicativo n.9 permette di comprendere in maniera più incisiva il concetto previsto dal Board. L'esemplificazione prevede la presenza di due investitori: l'investitore A, che possiede il 70% dei diritti di voto dell'investee; l'investitore B che detiene il 30% dei diritti di voto dell'investee. La società B, inoltre acquista dalla società A una opzione di acquisto (call option) sul 33% dei diritti di voto di A. L'opzione è immediatamente esercitabile per i due anni successivi a un prezzo fisso predeterminato che è molto al di sopra del valore di mercato e che si prevede rimanga tale per lo stesso periodo di due anni. L'investitore A ha esercitato i propri diritti di voto e sta conducendo attivamente le attività rilevanti della partecipata.

L'investitore B non è tenuto al consolidamento, pur in realtà potendo esercitare il potere, attraverso l'esercizio dell'opzione call da lui posseduta, che gli consentirebbe di acquisire la maggioranza dei diritti di voto nella partecipata. Questo è dovuto al semplice fatto che i diritti di voto non sono sostanziali; in altre parole i termini e le condizioni correlati a tali opzioni non sono convenienti affinché ci sia l'esercizio della stessa. Applicando il vecchio IAS 27, invece, l'investitore B avrebbe proceduto al consolidamento della partecipata poiché il principio non richiedeva una valutazione economica dell'opzione, ma esclusivamente l'immediata esercitabilità. Dunque, come è semplice comprendere attraverso l'esempio, il

nuovo IFRS 10 richiede ai preparers una valutazione aggiuntiva sulla convenienza economica del contratto, con un conseguente sostenimento di costi aggiuntivi. Il problema dell'introduzione di tale novità, al di là dell'incremento dei costi sostenuti per la preparazione del bilancio, è la mancanza di una valutazione oggettiva della convenienza dell'esercizio del contratto; trattandosi, appunto, di una valutazione, vi sono margini più o meno ampi di soggettività che lasciano spazi a possibili politiche di bilancio.

Fondamentale è anche l'individuazione delle attività rilevanti. Il Regolamento fornisce alcuni esempi di attività che, a seconda delle circostanze possono essere considerate come attività rilevanti, includono:

- a. La vendita e l'acquisto di beni o servizi;
- b. La gestione di attività finanziarie fino alla scadenza (incluso il caso di inadempienza);
- c. La selezione, l'acquisizione o la dismissione di attività;
- d. La ricerca e lo sviluppo di nuovi prodotti o processi;
- e. La definizione di una struttura di finanziamento e di reperimento di fondi ;
- f. L'assunzione di decisioni generali e patrimoniali della partecipata, incluse le decisioni relative ai budget;
- g. La nomina e le retribuzioni dei dirigenti con responsabilità strategiche o dei fornitori di servizi della partecipata e la cessazione dei loro servizi o del loro rapporto di lavoro⁷⁰.

Il Regolamento inoltre recita che "in alcune situazioni, possono essere considerate attività rilevanti quelle attività antecedenti e successive al verificarsi di una particolare serie di circostanze o eventi⁷¹".

Il nuovo principio, inoltre, fornisce alcuni esempi utili a far comprendere cosa accadrà con l'applicazione della nuova definizione

⁷⁰ Regolamento UE n. 1254/2012, Paragrafo B11;

⁷¹ Regolamento UE n. 1254/2012, Paragrafo B13.

di controllo. In un esempio il Board analizza una situazione in cui vi è una variabilità dei rendimenti, ma non vi è controllo sulla entities. Il caso pratico fornito dall'IFRS 10 ipotizza la creazione di un veicolo societario (la partecipata) creato appositamente per un'operazione di securitisation. L'esemplificazione ipotizza l'esistenza di un investitore A che trasferisce un portafoglio crediti a un SPE creato al solo scopo di acquistare e gestire tali attività finanziarie; il portafoglio delle attività finanziarie cedute è gestito da un manager.

Lo SPV finanzia integralmente l'acquisizione delle attività finanziarie mediante l'emissione di due diverse tranche del debito: una tranche senior (95 per cento del debito) ceduta sul mercato e una tranche junior (5 per cento del debito) ceduta alla società A. La tranche junior assorbe sostanzialmente tutti i rischi relativi al portafoglio di attività finanziarie. La società A non ha diritti di voto, né la possibilità di rimuovere il gestore o altro che gli permetta di intervenire nella gestione della sua esposizione al rischio dopo che il veicolo B è stato creato. Poiché la Banca A ha mantenuto tutti i rischi sul veicolo B acquistando i titoli junior, in base al SIC 12 avrebbe dovuto consolidare la partecipata B. Applicando l'IFRS 10 la società non effettua il consolidamento poiché, pur essendo esposta ai rendimenti del veicolo non lo controlla visto che il manager ha il potere di dirigere le relevant activities del veicolo. Tuttavia, poiché le tranche junior assorbono tutti i rischi connessi alle attività finanziarie trasferite, ai sensi delle regole di derecognition dello IAS 39 (IFRS 9), la società A non può eliminare contabilmente dal bilancio le attività finanziarie trasferite. L'unica possibilità concessa dal Board in caso di mancanza del controllo diretto e la verifica del rispetto della terza condizione, ossia di un link esistente tra poteri e rendimenti, attraverso l'individuazione della relazione principal/agent.

Per quanto riguarda invece la seconda condizione, cioè l'esposizione alla variabilità dei rendimenti, non viene fornita nessuna informazione aggiuntiva rispetto a quanto previsto nell'ED 10.

L'ultima condizione, cioè il link esistente tra potere e rendimenti, risulta essere non solo l'innovazione più significativa introdotta dal nuovo principio, ma anche la condizione determinante ai fini del consolidamento delle structured entities. La versione definitiva dell'IFRS 10 fornisce delle linee guida aggiuntive, non previste precedentemente nell'ED 10, per determinare se un'entità con potere decisionale è un agente o un principale. Il principio contabile sancisce che "per stabilire se è un agente, un'entità con potere decisionale deve considerare la relazione generale tra sé stessa, la partecipata amministrata e i terzi coinvolti nella partecipata, in particolare tutti i seguenti fattori:

- a) L'ambito di applicazione della propria autorità decisionale sulla partecipata;
- b) I diritti detenuti da altre parti;
- c) La retribuzione a cui esso ha diritto secondo quanto stabilito dagli accordi retributivi;
- d) L'esposizione dell'entità con potere decisionale alla variabilità dei rendimenti derivanti da altre partecipazioni detenute nella partecipata.

Diverse ponderazioni saranno applicate a ogni singolo fattore, sulla base di fatti e circostanze particolari⁷².

Riguardo al primo fattore l'IFRS 10 stabilisce che "Un'entità con potere decisionale deve considerare lo scopo e la costituzione della partecipata, i rischi a cui essa è esposta, i rischi che trasferisce alle parti coinvolte e il livello di coinvolgimento dell'entità con potere decisionale nella configurazione della partecipata."⁷³

Per quanto riguarda invece i diritti detenuti da altre parti questi, secondo quanto previsto nei paragrafi B64-B67 possono incidere sulla capacità dell'entità con potere decisionale di condurre le attività rilevanti di una partecipata. Ciò va a incidere nella determinazione di

⁷² IFRS 10, Paragrafo B60;

⁷³ IFRS 10, Paragrafo B63.

se il centro decisionale agisce come principal o come agent. Per esempio, un centro decisionale che per le proprie azioni deve ottenere l'approvazione di un numero ridotto di altre parti, è generalmente un agente.

La retribuzione risulta essere uno dei fattori più utilizzati per individuare la tipologia di relazione esistente tra la holding e il soggetto che prende le decisioni per la entità, al fine del consolidamento del veicolo societario. In particolare il Board afferma che “più è alta la retribuzione dell'entità con potere decisionale, e la sua variabilità, in relazione ai rendimenti attesi dalle attività della partecipata, maggiori saranno le probabilità che la holding stia agendo da principal⁷⁴”. La holding in questo caso quindi sta agendo da principal attraverso un manager o un soggetto messo a capo del veicolo societario che opera come agent della holding. La holding è tenuta a consolidare il veicolo societario in quanto sta esercitando un controllo indiretto attraverso un agent che opera per proprio conto (della holding). Ciò è individuato dalla variabilità della retribuzione che fa sì che la performance del manager vada a dipendere dalla variabilità dei risultati ottenuti dal veicolo societario; risulta quindi facile comprendere il legame esistente tra la holding e il veicolo societario. Nel caso, invece, in cui, il manager o il soggetto a capo del veicolo agisse come principal, cioè senza dipendere dalla holding, non si potrebbe procedere al consolidamento, poiché non si verificherebbe alcun controllo indiretto. Questa condizione, secondo il Board si manifesta nel caso in cui la retribuzione del soggetto che prende le decisioni rilevanti per il veicolo societario sia fissa.

Infine nel valutare se è un agente, un'entità con potere decisionale che detiene altre partecipazioni in una partecipata, deve considerare la propria esposizione alla variabilità dei rendimenti derivanti da tali partecipazioni. Il principio recita che “nel valutare la propria esposizione alla variabilità dei rendimenti derivanti da altre

⁷⁴ IFRS 10, Paragrafo B68.

partecipazioni nella partecipata, un'entità con potere decisionale deve considerare quanto segue:

- a) Maggiore è la dimensione delle proprie partecipazioni economiche e la loro variabilità, considerando complessivamente la propria retribuzione e le altre partecipazioni, maggiori sono le probabilità che l'entità con potere decisionale sia un principale;
- b) Se la sua esposizione alla variabilità dei rendimenti è diversa da quella degli altri investitori e se ciò potrebbe influenzarne le azioni. Per esempio, questo potrebbe accadere qualora un'entità con potere decisionale detenga partecipazioni subordinate in una partecipata o le fornisca altre forme di strumenti di attenuazione del rischio di credito⁷⁵.

L'esempio n.10, diviso in tre fattispecie (a,b e c), fornisce ulteriori chiarimenti circa l'identificazione della relazione principal/agent. L'esemplificazione prevede l'esistenza di un fondo diretto e gestito da un soggetto chiamato per semplicità M; tale fondo fornisce opportunità di investimento ad un gruppo ristretto di investitori. M assume decisioni nell'interesse dei suoi investitori, conformemente agli accordi che disciplinano il fondo, ciò nonostante dispone ugualmente di un ampio grado di discrezionalità decisionale. M riceve un compenso composto dall'1% del valore di mercato del patrimonio gestito e in aggiunta dal 20% del totale dei profitti ottenuti dal fondo superata una "soglia minima di rendimento e dato il raggiungimento di uno specifico livello di profitti. Nel caso pratico il Board prevede tre diversi scenari alternativi che potrebbero manifestarsi:

1. Scenario 1: M ha il 2% degli investimenti del fondo. Gli investitori, con la semplice maggioranza dei voti in assemblea, possono rimuovere il gestore del fondo M nel caso in cui vi sia stata una qualsiasi violazione del contratto. Il Board conclude che M probabilmente è un agent poiché la remunerazione è

⁷⁵ IFRS 10, Paragrafo B72.

legata all'andamento del mercato; il possesso del 2% degli investimenti pur esponendo alla variabilità dei rendimenti, non è sufficiente a indicare che M sta agendo in qualità di mandante;

2. Scenario 2: M possiede più di un cospicuo investimento prorata del fondo. Gli investitori, con la semplice maggioranza dei voti in assemblea, possono rimuovere il gestore del fondo M nel caso in cui vi sia stata una qualsiasi violazione del contratto. Il Board conclude che M probabilmente è un principal poiché i diritti di rimozione non sono considerabili sostanziali in quanto sono esercitabili solo nel caso in cui vi sia una violazione del contratto da parte di M; la modalità con la quale M viene remunerato considerata congiuntamente al suo investimento può rappresentare una sostanziale esposizione alla variabilità dei rendimenti dovuti alla gestione del fondo.
3. Scenario 3: M ha il 20 % degli investimenti del fondo. A capo del fondo vi è un gruppo di dirigenti, i cui membri sono indipendenti rispetto ad M e che vengono designati da altri investitori. Il Board dei dirigenti designa M annualmente. La prestazione fornita da M potrebbe aversi anche da altri gestori di fondi del settore. Il Board conclude che M è un agent in quanto: il possesso del 20% degli investimenti pur esponendolo alla variabilità dei rendimenti, non è sufficiente a indicare che M sta agendo in qualità di mandante; la remunerazione è legata all'andamento del mercato.

Come evidenziato dagli esempi appena visti il consolidamento dei veicoli societari risulta essere molto complesso e chiama in causa diversi fattori. Il Board individua un controllo di tipo indiretto per cercare di ricomprendere il concetto di rischi e benefici nella nuova definizione incentrata sul concetto di potere. Qualora neanche questa fattispecie sia verificata è comunque garantito che non

avvenga la derecognition delle attività trasferite al veicolo per via dell'applicazione dell'IFRS 39. Tuttavia come vedremo nel dettaglio nel Capitolo IV "Il consolidamento delle SPE: un'analisi empirica", attraverso un'analisi empirica, questo non sempre è garantito, poiché l'IFRS 39 assicura il mantenimento in bilancio delle attività finanziarie trasferite solo quando l'entità è esposta a sostanzialmente tutti i rischi legati a tali attività.

2 L'IFRS 12

Congiuntamente con l'IFRS 10 lo IASB ha pubblicato anche l'IFRS 12 al fine di sviluppare un unico standard che disciplinasse l'informativa relativa alle partecipazioni della capogruppo in altre entità.

Il progetto nasce sia per eliminare le sovrapposizioni esistenti tra i diversi standard contabili (lo IAS 27, il 28 e il 31) relative alle informazioni aggiuntive da fornire in bilancio, che per la volontà del Board di rispondere alla costante richiesta degli users di migliorare la disclosure circa le partecipazioni della reporting entity in altre entità. La finalità dello standard contabile è di richiedere ad un'entità di indicare le informazioni che permettono agli utilizzatori del bilancio di valutare:

- la natura ed i rischi derivanti dalle sue partecipazioni in altre entità;
- gli effetti di tali partecipazioni sulla sua situazione patrimoniale - finanziaria, sul risultato economico e sui flussi finanziari.

L'IFRS inoltre stabilisce che un'azienda deve indicare qualsiasi informazione aggiuntiva necessaria per rispettare dette finalità.

Per quanto riguarda il consolidamento dei veicoli societari il principio dedica un'ampia sezione alle entità strutturate non consolidate; il fine ultimo è quello di garantire massima informativa sui veicoli

societari cercando di sopperire alla mancata presenza degli stessi nel bilancio consolidato.

Lo IAS 27 ed il SIC 12 non richiedevano alle società un'informativa sulle entità strutturate non consolidate.; l'IFRS 12, invece, introduce il tema, definendo le società strutturate non consolidate come entità che sono state create in modo tale che i diritti di voto, o diritti simili, non siano il fattore determinante per stabilire chi la controlla.

In merito a questa tipologia di entità, l'IFRS 12 stabilisce che un'azienda debba fornire un'informativa di carattere qualitativo e quantitativo che consenta agli utilizzatori del bilancio:

- di comprendere la natura e l'entità della propria partecipazione nell'entità strutturata non consolidata; e
- di valutare la natura e le variazioni dei rischi associati alla propria partecipazione nella società strutturata non consolidata.⁷⁶

Le informazioni richieste dall'IFRS 12 includono l'esposizione dell'azienda al rischio derivante dal coinvolgimento in una società strutturata non consolidata negli esercizi precedenti, anche se, alla data di riferimento del bilancio, l'azienda non ha più alcun coinvolgimento contrattuale con l'entità strutturata.

In particolare, l'informativa da fornire include:

- a) la natura, lo scopo, la dimensione e le attività dell'entità strutturata, nonché le sue modalità di finanziamento;
- b) i valori contabili delle attività e passività rilevate in bilancio, relativi alle proprie partecipazioni in entità strutturate non consolidate, le voci in cui sono rilevate, nel prospetto della situazione patrimoniale - finanziaria, tali attività e passività oltre ad un confronto dei valori contabili delle attività e passività dell'entità relativi alle proprie interessenze in entità strutturate non consolidate e l'esposizione massima dell'entità al rischio di perdita derivante da tali entità;

⁷⁶ IFRS 12, Paragrafi 26-31;

- c) la tipologia e l'ammontare del sostegno fornito all'entità strutturata, senza avere alcuna obbligazione contrattuale in tal senso incluse le situazioni in cui l'entità l'abbia assistita nell'ottenimento del sostegno finanziario, e le motivazioni per averlo fatto;
- d) l'intenzione attuale di fornire sostegno finanziario o di altro tipo a un'entità strutturata non consolidata, inclusa l'intenzione di assisterla nell'ottenimento del sostegno finanziario⁷⁷.

Con l'introduzione di tale principio, quindi, si riesce a garantire una maggior informativa sui veicoli societari non consolidati secondo quanto previsto dall'IFRS 10. Resta da verificare, tuttavia, se tale maggiore informativa sia sufficiente a valutare correttamente i rischi e se non si sarebbe invece dovuto optare per un aumento del perimetro di consolidamento dei veicoli societari. Anche prima dell'introduzione di tale principio venivano fornite delle informazioni (seppur minori) sui veicoli non consolidati, ma non erano utilizzate dagli stakeholder affinché questi potessero prendere decisioni consapevoli. Esempio lampante di ciò è il caso Enron, analizzato nel paragrafo 4 "Il caso Enron" del Capitolo II "Le special purpose entities". Seppure gli investitori avevano a disposizione in nota integrativa le informazioni relative alle SPV create da Enron, ma non facenti parte del consolidato, questi non furono in grado di comprendere l'effettivo rischio che stavano correndo diventando azionisti della Enron.

⁷⁷ IFRS 12, Paragrafo 22 e successivi.

3 Modifiche dell'IFRS 10 e 12

Dopo la pubblicazione dei principi contabili sul consolidamento, lo IASB ha pubblicato in consultazione due Exposure Draft relativi all'IFRS 10: in particolare, si trattava dell'ED "Investment Entities" (agosto 2011), e dell'ED "Transition Guidance" (dicembre 2011). Nel 2013 il Board ha provveduto alla pubblicazione delle versioni definitive che sono state omologate dall'UE rispettivamente il 21 novembre 2013 e il 4 aprile 2013.

A seguito dell'endorsement da parte dell'UE a partire dal 21 novembre 2013 sono entrati ufficialmente in vigore gli amendments all'IFRS 10, 11 e 12 e allo IAS 27. Tali modifiche prevedono che le Investment Entities non debbano più procedere al consolidamento linea per linea delle loro controllate ma valutarle al fair value through profit or loss (FVTPL) secondo l'IFRS 9/IAS 39. Devono, poi, valutare:

- a. le partecipazioni in collegate e joint ventures obbligatoriamente (anziché per opzione) al FVTPL secondo IFRS 9/IAS 39;
- b. gli investimenti immobiliari obbligatoriamente secondo il fair value model dello IAS 40 (anziché potendo usufruire dell'opzione tra costo e fair value);
- c. nel bilancio separato, obbligatoriamente le partecipazioni in controllate, collegate e joint ventures al FVTPL secondo IFRS 9/IAS 39, anziché usufruire dell'opzione tra valutazione al costo e applicazione dello IFRS9/IAS39 (IAS 27)⁷⁸.

La definizione proposta di Investment entities sostituisce i riferimenti, di cui allo IAS 28 rivisto, di venture capital organisations, mutual funds, unit trusts ed entità simili compresi gli investment-linked insurance funds. Pertanto, venture capital e entità simili che non rientrano nella definizione di investment entities dovranno

⁷⁸ G.A.Toselli (8 luglio 2013), "IFRS 10, IFRS 11, IFRS 12: aspetti contabili e profili economico-aziendali del nuovo concetto di controllo e di controllo congiunto"; Pwc

contabilizzare le loro partecipazioni in collegate secondo il metodo del patrimonio netto e non al fair value.

Questa modifica dà finalmente una risposta alle problematiche inerenti il consolidamento da parte delle investment entities, problema che più volte era stato posto all'attenzione del Board da parte di diverse categorie di stakeholder.

Il Regolamento UE n.313/2013 del 4 aprile 2013 recante "Guida alle disposizioni transitorie (modifiche agli IFRS 10, 11 e 12)". approva la Transition Guidance per i nuovi principi sul consolidamento. La guida ha l'obiettivo di chiarire alcuni aspetti in merito alle disposizioni da seguire in fase di prima applicazione dell'IFRS 10. In particolare:

- I. Chiarisce che la data di initial application è la data di inizio del primo esercizio in cui l'IFRS 10 si applica per la prima volta;
- II. Precisa che non è richiesta l'applicazione retroattiva nell'ipotesi che la valutazione in ordine al consolidamento di un'entità porta alla stessa conclusione sia secondo lo IAS 27/SIC 12 sia applicando l'IFRS 10 alla data di prima applicazione. A tal riguardo, chiarisce che l'applicazione retroattiva non è richiesta nell'ipotesi in cui l'investee è stato dismesso, in tutto o in parte, in un esercizio comparativo e che fino alla data di dismissione non sarebbe stato consolidato secondo lo IAS 27/SIC 12 mentre lo sarebbe stato secondo l'IFRS 10;
- III. Chiarisce come l'entità deve rettificare i periodi comparativi nell'ipotesi in cui inizia a consolidare l'investee, o termina di farlo, al momento dell'applicazione dell'IFRS 10.

Il Regolamento, inoltre, prevede uno slittamento della data di applicazione dell'IFRS 10, 11 e 12 dal 1 gennaio 2013 al 1 gennaio 2014, fatto salvo la facoltà delle società di decidere di applicare tali principi anticipatamente. La dilazione è stata disposta dall'EFRAG in sede di omologazione a seguito delle difficoltà individuate nell'applicazione di tali principi senza un adeguata guidance.

CAP IV

IL CONSOLIDAMENTO DELLE SPE: UN' ANALISI EMPIRICA

A partire dal bilancio consolidato dell'esercizio 2014 sarà obbligatorio per tutti i soggetti IAS l'applicazione dell'IFRS 10. I maggiori dubbi sono sul consolidamento dei veicoli societari, in seguito all'eliminazione del criterio di consolidamento basato sulla detenzione della maggioranza dei rischi e benefici previsto dal SIC 12. Nella prima parte del presente capitolo sarà analizzato uno studio effettuato dall'EFRAG circa i possibili effetti derivanti dall'applicazione dell'IFRS 10 sul consolidamento dei veicoli societari. Nella seconda parte saranno analizzate alcune tipologie di veicoli societari creati dai due principali istituti bancari italiani (UniCredit e Intesa SanPaolo) cercando di comprendere nel dettaglio la struttura di tali SPV. Il fine ultimo è quello di individuare quali sono i fattori che hanno portato al consolidamento secondo quanto previsto dal SIC 12 e cercare di fare un'ipotesi futura su quello che potrebbe accadere con l'applicazione del nuovo principio contabile.

In particolare, con la presente analisi si vuole verificare una specifica ipotesi di base. L'ipotesi di base è che l'applicazione dell'IFRS 10 comporterà una riduzione del numero di veicoli consolidati, sostituendola con una maggiore disclosure.

1 Studio dell'EFRAG

Nel 2012 l'EFRAG, a seguito di una richiesta pervenuta dalla commissione europea, ha condotto uno studio per evidenziare i possibili impatti dell'IFRS 10 sul consolidamento delle SPEs.

1.1 Modalità di svolgimento

Lo studio ha coinvolto 14 partecipanti appartenenti prevalentemente al mondo bancario e assicurativo, operanti in Europa (10 partecipanti) e America (4 partecipanti). Nella Tabella 4.1 sono illustrate informazioni dettagliate sui partecipanti.

Tabella 4.1 Partecipanti allo studio condotto dall'EFRAG

PARTECIPANTE	SETTORE	TOTALE ATTIVITÀ (IN BILIONI DI €)
Aegon Nederland NV	Assicurativo	82
Alianz SE	Assicurativo	641
Assicurazioni Generali SpA	Assicurativo	423
AXA SA	Assicurativo	730
Barclays plc	Bancario	1.871
BBVA	Bancario	598
Banco Santander SA	Bancario	1.251
Detusche Bank GA	Bancario	2.164
GDF Suez	Energetico	213
HSBC Holding plc	Bancario	1.975
Intesa SanPaolo SpA	Bancario	639
Standard Chartered plc	Bancario	462
Société Générale	Bancario	1.181
UBS AG	Bancario	1.149
		13.379

Fonte: EFRAG.

Il lavoro svolto dall'EFRAG è stato articolato in quattro fasi di seguito elencate:

1. *Identificazione dei partecipanti*: attraverso il proprio sito online e grazie alla collaborazione con gli standard setter nazionali, l'EFRAG ha invitato alcune società a partecipare volontariamente all'analisi;
2. *Somministrazione di un questionario*: l'EFRAG ha somministrato un questionario ai soggetti che si sono mostrati disponibili a partecipare alla ricerca. In particolare, tale questionario, chiedeva ai partecipanti di riportare dati

qualitativi e quantitativi relativi all'assessment svolto internamente sugli effetti dell'applicazione del nuovo principio contabile sui veicoli societari. L'EFRAG ha chiesto ai partecipanti di classificare i veicoli societari in cinque categorie: Funds, Securitisation entities, Asset re packaging SPEs, Leasing and financing SPEs e altre SPEs⁷⁹;

3. *Analisi dei questionari e interviste ai partecipanti*: dopo aver somministrato i questionari l'EFRAG ha provveduto all'analisi delle risposte fornite dai partecipanti. Nei casi in cui fosse ritenuto necessario sono state effettuate interviste telefoniche o via email ai partecipanti, per chiarire eventuali punti del questionario;
4. *Redazione del report finale*: dopo aver analizzato dettagliatamente i risultati dei questionari la segreteria dell'EFRAG ha provveduto alla stesura di un report.

Lo studio è volto ad individuare sia i veicoli societari consolidati secondo lo IAS 27/SIC 12 ma che potrebbero non esserlo con l'IFRS 10, che quelli non consolidati con i vecchi principi contabili ma che potrebbero esserlo, invece, con il nuovo principio. Tale ricerca non tiene però conto degli effetti previsti dalla mancata possibilità di poter procedere alla derecognition di alcuni veicoli societari secondo quanto previsto dallo IAS 39.

1.2 Risultati dello studio

Nella Tabella 4.2 è rappresentata una sintesi dei risultati ottenuti dallo studio condotto dall'EFRAG. Un'analisi più dettagliata del report è illustrata nelle Tabelle 4.3 e 4.4. In particolare, la Tabella 4.3 illustra la percentuale di veicoli non consolidati con il nuovo IFRS 10 ma consolidati in precedenza, rispetto al totale dei veicoli per ciascuna categoria. La Tabella 4.4 illustra, invece, la percentuale di veicoli

⁷⁹ Per una spiegazione dettagliata di ciascuna categoria di SPE si veda la sezione 3 "Le tipologie di veicoli societari" del Capitolo II della presente ricerca.

consolidati con il nuovo IFRS 10 e non consolidati in precedenza, rispetto al totale dei veicoli per ciascuna categoria.

Tabella 4.2 Sintesi dei risultati dello studio effettuato dall'EFRAG.

Tipologia e numero di veicoli		Nuove SPEs consolidate secondo l'IFRS 10 (non consolidate in precedenza)		SPEs non consolidate secondo l'IFRS 10 (consolidate in precedenza)		Impatto netto dell'IFRS 10	
		Numero di SPEs	Assets (in milioni di €)	Numero di SPEs	Assets (in milioni di €)	Numero di SPEs	Assets (in milioni di €)
Funds	5.507	161	21.806	76	17.040	85	4.766
Securitisation Entities	1.437	7	2.795	14	1.953	(7)	842
Asset repackaging	1.010	69	1.983	27	2.436	42	(453)
Leasing and financing	749	5	155	41	185	(36)	(30)
Altri veicoli	1.834	1	15	35	785	(34)	(770)
Totale	10.537	243	26.754	193	22.399	50	4.355

Fonte: Riproduzione autonoma sulla base dei dati forniti dall'EFRAG.

Tabella 4.3 Percentuale “vecchi”veicoli non consolidati sul totale

Tipologia	Numero SPEs totali	SPEs non consolidate secondo l'IFRS 10 (consolidate in precedenza)	% SPEs non consolidate
Funds	55.707	76	0,1%
Securitisations entities	1.437	14	1,0%
Asset repackaging SPEs	1.010	27	2,7%
Leasing and financing SPEs	749	41	5,5%
Altre SPEs	1.834	35	1,9%
Totale	10.537	193	1,8%

Fonte: Riproduzione autonoma sulla base dei dati forniti dall'EFRAG.

Tabella 4.4 Percentuale “nuovi”veicoli consolidati sul totale

Tipologia	Numero SPEs totali	Nuove SPEs consolidate secondo l'IFRS 10(non consolidate in precedenza)	% SPEs consolidate
Funds	55.707	161	0,3%
Securitisations entities	1.437	7	0,5%
Asset repackaging SPEs	1.010	69	6,8%
Leasing and financing SPEs	749	5	0,7%
Altre SPEs	1.834	1	0,1%
Totale	10.537	243	2,3%

Fonte: Riproduzione autonoma sulla base dei dati forniti dall'EFRAG.

Dall'analisi del report realizzato dall'EFRAG è possibile osservare che l'introduzione dell'IFRS 10 avrà degli impatti complessivamente molto limitati relativamente al numero di veicoli consolidati e al valore contabile degli asset. Analizzando il report nel dettaglio si nota

che gli impatti sono positivi per i veicoli costituiti per la creazione di Funds e per operazioni di Asset repackaging.

In particolare per quanto riguarda i Funds, secondo lo studio, ci sarà un impatto netto positivo di 85 veicoli consolidati dovuto al consolidamento di 161 veicoli precedentemente non consolidati, rappresentanti lo 0,3% del totale dei veicoli della categoria (Tabella 4.3) e al mancato consolidamento di 76 veicoli precedentemente consolidati, rappresentanti lo 0,1% della categoria (Tabella 4.4).

Per quanto riguarda, invece, i veicoli costituiti al fine del compimento delle operazioni di securitisation l'effetto risulta essere negativo. In particolare, con il nuovo principio 14 veicoli non saranno consolidati, circa l'1% dei veicoli presenti nella categoria (Tabella 4.3), mentre solo la metà di quelli "persi" verrà consolidata secondo il nuovo principio (Tabella 4.2 e 4.4). Questi risultati portano a pensare che per le operazioni di cartolarizzazione, a seguito dell'introduzione dell'IFRS 10 sia più facile che un veicolo non venga consolidato.

Per i veicoli costituiti al fine delle operazioni di Asset repackaging vi è stato un incremento netto di 42 veicoli consolidati; in particolare il 2.7% dei veicoli consolidati con i vecchi principi non sarà consolidato con l'applicazione dell'IFRS 10 (Tabella 4.3) mentre, invece, ben il 6.8% di veicoli non precedentemente consolidati lo sarà con il nuovo principio (Tabella 4.4).

L'effetto sui veicoli costituiti per operazioni di leasing and financing è stato, invece, fortemente negativo con ben 41 veicoli non consolidati e solo 5 consolidati. In questo caso è da sottolineare una forte riduzione dei veicoli che prima erano consolidati, di ben il 5,5% (Tabella 4.3).

Infine, per tutte le categorie di veicoli residuali, gli effetti sono negativi con una riduzione del numero di veicoli consolidati dovuta principalmente ad una diminuzione del'1,9% dei veicoli consolidati secondo lo IAS27/SIC12(Tabella 4.3).

Inoltre c'è da aggiungere che i partecipanti hanno sottolineato l'importanza di una visione congiunta dell'IFRS 10 e 12 specificando che quest'ultimo è in grado di fornire una guidance più incisiva, rispetto a quella offerta in passato, sui veicoli non consolidati.

I risultati emersi da tale studio, tuttavia, risultano avere una significatività limitata per diverse ragioni. In primo luogo il numero di partecipanti è molto esiguo: 14 di cui solo 7 di questi hanno effettuato un'analisi quantitativa, gli altri si sono fermati, invece, ad un'analisi meramente qualitativa. In secondo luogo i risultati ottenuti dalla ricerca sono frutto di preliminari conclusioni e interpretazioni del nuovo principio contabile e non sono stati sottoposti al controllo degli auditors. Lo stesso EFRAG ha infatti sottolineato che gli impatti derivanti dall'applicazione dell'IFRS 10 potrebbero essere diversi da quanto emerso nella ricerca. Inoltre è da sottolineare che l'analisi è stata fatta attraverso la somministrazione di questionari, lasciando quindi ampia discrezionalità ai partecipanti sulla valutazione degli impatti e come detto senza tenere in considerazione il parere degli auditors. Infine, questo studio non consente di effettuare un'analisi più approfondita sulla struttura dei singoli veicoli societari, non potendo comprendere quali sono le ragioni che hanno portato al consolidamento o meno di un veicolo societario.

Nonostante i limiti individuati, tale ricerca è utile come punto di partenza per poter effettuare considerazioni e analisi aggiuntive.

Nella sezione successiva saranno analizzati alcuni veicoli societari costituiti dai principali gruppi bancari italiani, cercando di comprendere la loro struttura al fine di poter determinare quali effetti emergeranno con l'applicazione dell'IFRS 10.

2 Analisi empirica

In questa sezione saranno analizzate le strutture di alcuni veicoli societari appartenenti a una delle specifiche categorie individuate nella sezione 1 “Studio dell’EFRAG sul consolidamento dei veicoli societari” del presente capitolo. In particolare, l’analisi si soffermerà sullo studio di SPE appartenenti alla categoria dei veicoli creati per operazioni di securitisation su mutui ipotecari e/o prestiti personali.

Nella sottosezione successiva (la 2.1) saranno analizzati alcuni veicoli societari creati dal gruppo UniCredit per il compimento di operazioni di cartolarizzazione; in quella successiva (la 2.2), invece, saranno analizzati alcune SPE creati dal gruppo Intesa SanPaolo.

2.1 Analisi SPE del gruppo UniCredit

Il gruppo UniCredit ha avviato numerose operazioni di securitisation con il fine ultimo dell’ottimizzazione del portafoglio crediti tramite la liberazione di capitale regolamentare/economico e l’apporto di nuova liquidità, ottenendo al contempo una maggiore diversificazione delle fonti di funding. A fronte della situazione di crisi dei mercati dalla seconda metà del 2007, le cartolarizzazioni sono state utilizzate anche al fine di incrementare la capacità di disporre di attività immediatamente utilizzabili per far fronte al proprio fabbisogno di liquidità (counterbalancing capacity), ritenendo all’interno del Gruppo i titoli emessi dal veicolo⁸⁰.

Il processo di analisi e realizzazione delle operazioni di cartolarizzazione è svolto centralmente dalla Capogruppo, in stretta collaborazione con le Legal Entities/Divisioni e con UniCredit Bank AG in qualità di arranger e di investment banking. Tale processo prevede una fase di studio di fattibilità economica finalizzata a valutare l’impatto delle operazioni proposte, a seconda della loro natura e

⁸⁰ <https://www.unicredit.it/it/corporatebanking/public-sector/prodotti-di-finanziamento/cartolarizzazioni.html?ucmenu=IMCB-TGP821CTID>

finalità, sul capitale regolamentare ed economico, sulle misure di redditività rettificata per il rischio e sul livello di liquidità del Gruppo. Nel caso di esito positivo di questa prima fase, viene avviato lo studio di fattibilità tecnico-operativa in cui vengono identificati gli asset oggetto di cartolarizzazione e viene definita la struttura dell'operazione. Una volta verificata la fattibilità tecnica si procede alla realizzazione dell'operazione.

Nelle sotto-sezioni successive (nello specifico la 2.1.1, 2.1.2 e 2.1.3) saranno analizzate alcune operazioni di cartolarizzazione effettuate dal gruppo UniCredit, focalizzandosi sulle strutture dei veicoli societari creati al fine di realizzare il trasferimento degli asset. L'obiettivo dell'analisi di tali veicoli è quello di comprendere quali sono i motivi che hanno causato il consolidamento secondo quanto previsto dal SIC 12 e cercare di comprendere cosa succederà con l'adozione dell'IFRS 10.

In particolare, saranno analizzate tre operazioni di cartolarizzazione, quindi, di veicoli societari, attraverso l'analisi del bilancio consolidato 2012 (ultimo bilancio disponibile al momento della stesura della presente ricerca); il primo veicolo non consolidato secondo il SIC 12, il secondo e il terzo consolidati. Questo consentirà di effettuare delle considerazioni su quello che potrebbe accadere nel bilancio consolidato dell'esercizio 2014 sia per i veicoli precedentemente consolidati che per quelli non consolidati cercando di verificare se sussistono analogie con quanto emerso dallo studio dell'EFRAG.

Nello specifico, sulla base dei dati del bilancio consolidato 2012 il gruppo UniCredit ha consolidato 29 veicoli societari applicando il SIC12, di cui solo per due di questi detiene una partecipazione effettiva nella compagine azionaria. Il grande problema è individuare, appunto, se, a seguito dell'applicazione dell'IFRS 10, il numero di tali veicoli subirà una variazione, e di quale entità⁸¹.

⁸¹ UniCredit, Bilancio consolidato 2012.

2.1.1 La cartolarizzazione "CONSUMER ONE"

Il 29 luglio 2011 il gruppo ha perfezionato la cartolarizzazione di prestiti personali denominata "Consumer One"; in particolare si tratta di una cartolarizzazione tradizionale realizzata mediante il processo di auto-cartolarizzazione. L'originator di tale operazione è UniCredit s.p.a. che svolge anche la funzione di servicer; l'arranger e lead manager è UniCredit Bank AG, mediante la propria filiale di Londra. Per l'operazione in questione è stata creata una SPV apposita, denominata "Consumer ONE s.r.l.". Tale società risulta essere regolarmente iscritta presso l'elenco delle società veicolo detenute dalla Banca d'Italia con registrazione n.33665.5 del 14 maggio 2011.

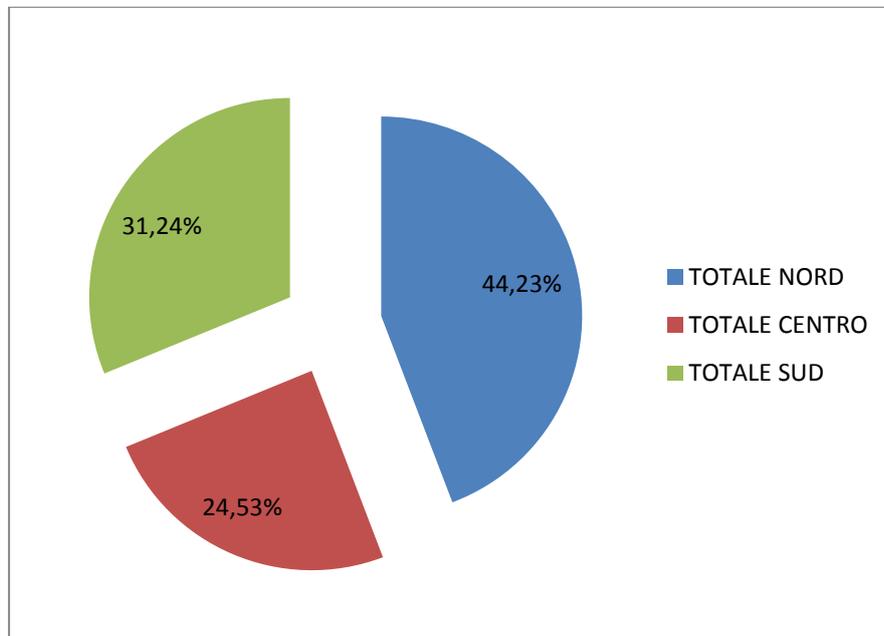
Il veicolo finanziario Consumer ONE acquista pro-soluto da UniCredit la totalità di un portafoglio di prestiti da smobilizzare per una somma di 4,19 miliardi di €; il relativo fabbisogno finanziario viene coperto emettendo due tranche di obbligazioni (Asset Backed Securities, ABS) da collocarsi sul mercato e opportunamente differenziate per il profilo rischio-rendimento. In particolare la prima tranche (denominata "tranche A") è una senior tranche del valore complessivo di 2,96 miliardi di €, la seconda (denominata "tranche B") è una equity tranche, del valore complessivo di 1,23 miliardi di €, che verrà riacquistata per una parte da UniCredit. Le tranche sono garantite dal collateral costituito dal portafoglio di crediti ceduti. Prima dell'emissione le due classi ricevono un rating (le società incaricate sono: Moody's, DBRS) come previsto all'art. 2 punto 4 della legge 130/1999. Il merito di credito assegnato alla singola tranche rispecchia la probabilità che gli investitori avranno di ricevere senza ritardi il pagamento degli interessi e del capitale entro la maturity finale, prevista al 2028.

Il rating viene assegnato dopo un attento esame: della composizione del portafoglio crediti ceduto al veicolo ; del processo di selezione dei contratti di prestito, da parte di UniCredit Bank; delle capacità di

servicing di UniCredit; del grado di credit enhancement presente nella strutturazione; della struttura finanziaria e legale dell'operazione. In particolare, il processo di attribuzione del rating riguarda solo la prima tranche che riceve da entrambi i soggetti emittenti del giudizio il massimo della valutazione, cioè una tripla A; la tranche di classe A è anche l'unica ad essere quotata su un mercato regolamentato, nello specifico sulla borsa di Dublino.

Le attività dell'operazione in oggetto sono dei mutui personali, tutti qualificati come performing⁸², erogati da UniCredit Banca s.p.a. in Italia. Nello specifico, si tratta di 393.129 prestiti personali per un ammontare medio di 15'000€. Nella Figura 4.1 è possibile notare che la maggior parte di tali prestiti sono stati erogati in regioni del Nord, il numero più alto di prestiti è stato erogato in Lombardia e Piemonte; tuttavia una significativa componente di tali prestiti proviene da una regione del sud: la Sicilia. Le Figure 4.2 e 4.3 illustrano rispettivamente il seasoning e la durata residua dei prestiti.

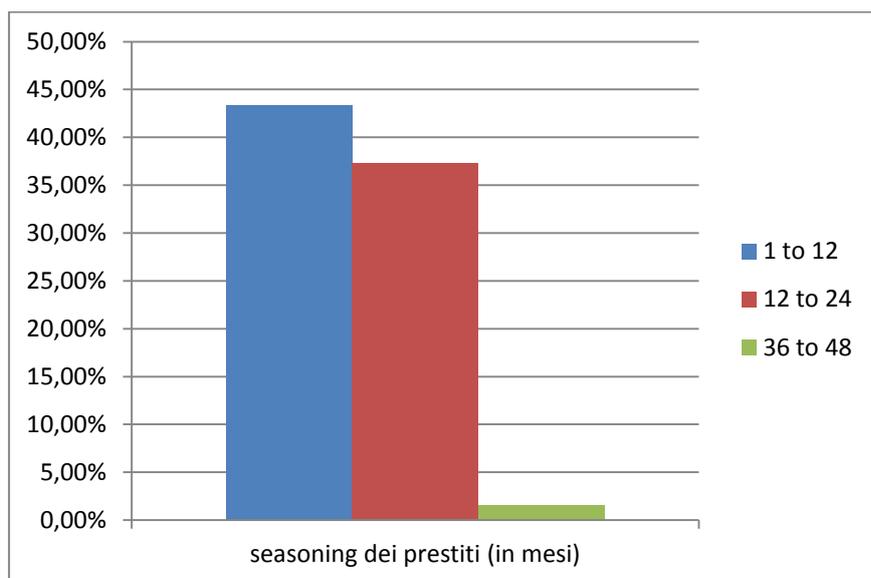
Figura 4.1 Provenienza geografica dei prestiti personali.



Fonte: Riproduzione autonoma sulla base dei dati forniti da UniCredit.

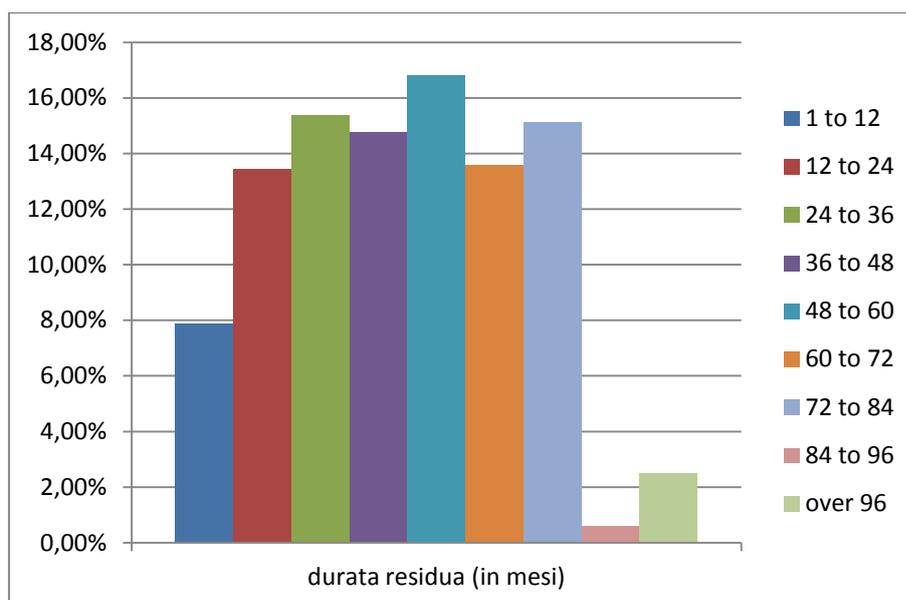
⁸² Con tale termine si intende quella categoria di crediti che non sono crediti in sofferenza, in incaglio in ristrutturazione o scaduti/sconfinati. Sostanzialmente quindi si tratta di crediti di ottima qualità.

Figura 4.2 Seasoning dei prestiti personali.



Fonte: Riproduzione autonoma sulla base dei dati forniti da Unicredit.

Figura 4.3 Durata residua dei prestiti personali.



Fonte: Riproduzione autonoma sulla base dei dati forniti da Unicredit.

Dall'analisi dei dati presenti nelle tre figure si possono trarre alcune importanti considerazioni. In primo luogo, il dato sull'appartenenza geografica dei prestiti personali indica che questi sono stati erogati principalmente nel nord Italia; ciò risulta essere un dato positivo in quanto statisticamente le regioni del nord Italia hanno una percentuale più bassa di creditori insolventi. Per quanto riguarda

invece il seasoning medio questo è di circa 12 mesi; il dato è neutrale né positivo né negativo, tuttavia un seasoning più elevato avrebbe indicato una minore probabilità di insolvenza. Statisticamente, infatti, è provato che la probabilità di insolvenza del creditore diminuisce all'aumentare della seasoning.

Infine, analizzando la Figura 4.3, è possibile individuare la durata residua media dei prestiti; questa risulta essere di circa 55 mesi. Il dato è molto buono in quanto, solitamente, le operazioni di cartolarizzazione riguardano mutui ipotecari con una durata di gran lunga superiore a quella in questione. Concludendo è quindi possibile affermare che i crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione sono di un'elevata qualità e presentano tutti i requisiti affinché l'operazione non comporti effetti sistemici negativi.

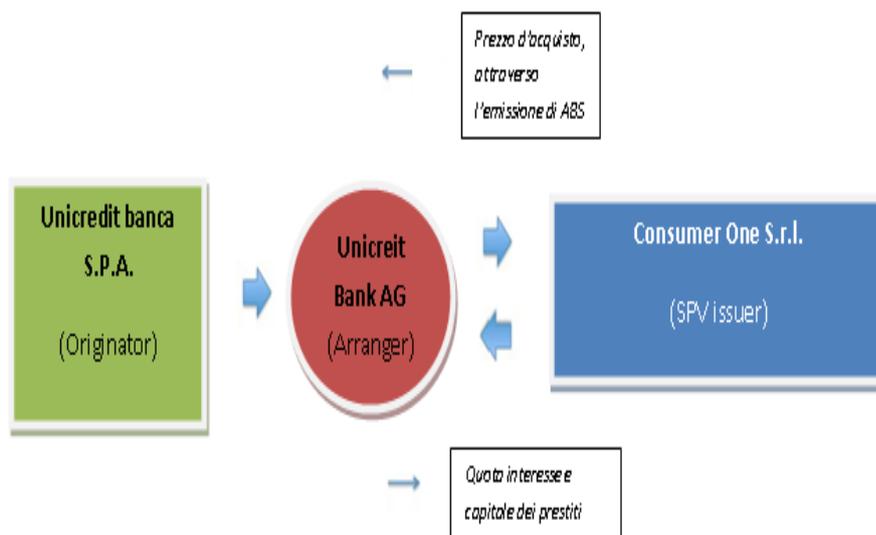
I prestiti cartolarizzati avevano un tasso di rendimento fisso, mentre gli ABS emessi dallo SPV hanno un rendimento variabile pari all'euribor a 3 mesi più uno spread; lo spread è di 150 basic point per la tranche senior e di 500 basic points per la tranche junior. Per eliminare il rischio di tasso Consumer ONE srl ha stipulato un contratto di interest swap con Unicredit Bank AG.

Per quanto riguarda le ulteriori operazioni di credit enhancement il veicolo ha in primo luogo operato un enhancement di tipo interno attraverso il meccanismo del tranching. C'è da sottolineare, però che tale operazione di cartolarizzazione presenta delle caratteristiche atipiche rispetto ad un'operazione "tipica" di cartolarizzazione. L'operazione non prevede l'emissione di una mezzanine tranche; possiamo dire che questa è rimpiazzata da una junior tranche più corposa. Solitamente, infatti, l'emissione delle junior tranche è pari all'insolvenza storica del pool di crediti cartolarizzati (quindi circa un 5%-15%) mentre in questo caso rappresenta quasi il 30% dell'operazione. Come ulteriori forme di credit enhancement, vi è l'utilizzo dell'excess spread generato dall'operazione e l'erogazione di liquidità al veicolo da parte della filiale di Londra di UniCredit. Per

evitare il rischio di prepayment, inoltre, è stata prevista una clausola di penalità in caso di estinzione anticipata dei prestiti personali.

Osservando la Figura 4.4 è possibile comprendere la struttura dell'operazione e l'architettura del veicolo "Consumere ONE s.r.l.".

Figura 4.4 Struttura dell'operazione e del veicolo societario



Fonte: Riproduzione autonoma.

Il gruppo UniCredit, come da prassi delle operazioni di securitisation, ha riacquistato parte della equity tranche emessa a seguito dell'operazione, assumendosi sostanzialmente una parte dei rischi e benefici derivanti dalla cartolarizzazione dei crediti. Tuttavia questa assunzione dei rischi non è risultata essere rilevante ai fini del consolidamento secondo quanto previsto dal SIC 12. Come abbiamo visto nel precedente capitolo, infatti, il vecchio principio contabile prevede che affinché si proceda al consolidamento di un veicolo societario debbano essere trasferiti la maggior parte dei rischi e benefici dell'operazione all'originator. Nel caso in questione, sebbene ci sia stato un trasferimento dei rischi e benefici, questo non può essere considerato tale da effettuare il consolidamento, poiché sono stati trasferiti solo una minima parte dei rischi e benefici.

Il gruppo, inoltre, a partire dal bilancio dell'esercizio 2011, data in cui l'operazione di cartolarizzazione ha prodotto i suoi effetti, ha proceduto alla derecognition dei crediti cartolarizzati ad esclusione di quelli riacquistati dal gruppo, poiché sono state rispettate le condizioni previste dallo IAS 39 affinché si possa procedere alla derecognition. In particolare, si è proceduto all'eliminazione di tali crediti dal bilancio poiché UniCredit ha trasferito la maggior parte dei rischi e benefici.

Con l'introduzione dell'IFRS 10 bisognerà verificare se si rispettano le tre condizioni previste dal nuovo principio affinché si possa procedere al consolidamento del veicolo. Nello specifico riveste un ruolo determinante la terza condizione ossia la capacità di utilizzare il potere per influenzare i ritorni verificando cioè se il gruppo UniCredit gestisce il veicolo in qualità di agente o meno.

In primo luogo bisognerà verificare se il gruppo ha il potere di destituire, in qualsiasi momento, il manager che gestisce il veicolo; in caso di risposta positiva si dovrà procedere al consolidamento del veicolo, in quanto è chiaro che il manager stia agendo per conto di UniCredit. Nel caso, molto probabile, in cui non si riesca a fornire una risposta alla precedente questione o questa ha un esito negativo è necessario, come illustrato nel precedente capitolo analizzare la tipologia di remunerazione del manager.

Tuttavia anche con il nuovo principio risulterà difficile il consolidamento del veicolo in questione poiché risulterà molto difficile individuare il potere esercitato da UniCredit al fine di influenzare i ritorni variabili del veicolo.

2.1.2 La cartolarizzazione "ARABELLA FINANCE"

Nel 2008 il gruppo UniCredit, mediante UniCredit Bank AG di Londra, ha sottoscritto un'operazione di cartolarizzazione congiuntamente con Bofa Merrill Lynch, Barclays Capital, Citi, Credit Suisse Securities (Europe) Ltd e Goldman Sachs International, avente ad oggetto mutui ipotecari.

L'organizzazione dell'operazione è stata effettuata da UniCredit Bank AG in qualità di arranger, attraverso la creazione di uno SPV denominato "Arabella Finance limited". Tale società per finanziare il debito derivante dall'acquisto degli asset da cartolarizzare ha emesso delle Commercial Paper, note anche come "Asset-based commercial papers". La caratteristica distintiva di tali obbligazioni è la durata; a differenza dei normali ABS, infatti, tali titoli hanno una durata molto breve, di norma inferiore all'anno.

Indubbiamente, come discusso nel paragrafo 1.2 "La strutturazione dell'operazione: il credit enhancement" del Capitolo II "Le special purpose entities", i vantaggi per l'originator sono rilevanti, poiché si riesce ad ottenere un abbattimento degli interessi da pagare ai sottoscrittori, vista la breve durata dei titoli, tuttavia si incorre in forti rischi dovuti alla necessità di una negoziazione continua di tali strumenti, che può compromettere seriamente il buon esito dell'operazione.

I Dealer di questa operazione di cartolarizzazione hanno avviato un "Commercial Paper Programme" che prevede la continua emissione da parte del veicolo societario, di commercial paper della durata inferiore, in ogni caso, ai 270 giorni. In particolare, per ogni emissione di tali strumenti si prevede la possibilità, a seconda delle esigenze di emettere fino a 10 miliardi di € di titoli, anche in diverse valute, fatto salvo in dollari, in quanto si prevede la creazione eventuale di un ulteriore veicolo per la negoziazione di tali strumenti sul mercato americano, qualora ve ne fosse la necessità.

Ai fini della nostra analisi risulta essere molto importante analizzare la struttura del veicolo societario creato ad hoc per tale operazione, per comprendere perché rientra nell'applicazione del SIC 12 e se rientrerà nell'applicazione dell'IFRS 10.

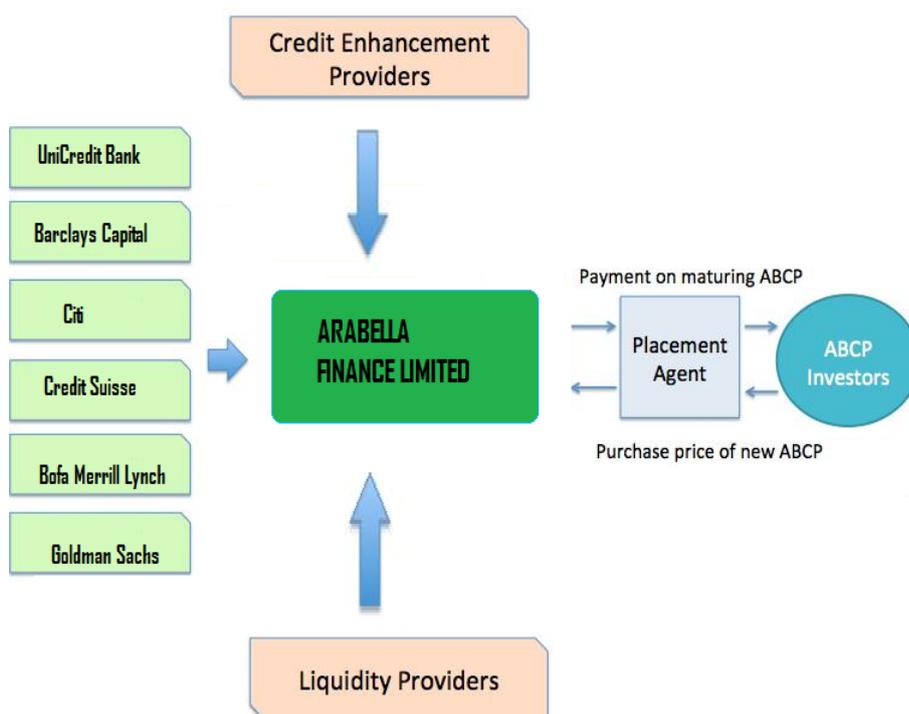
Arabella Finance Limited è stata fondata nel 2008 in Irlanda sotto la forma di società privata a responsabilità limitata e secondo le norme locali che disciplinano la costituzione di una società veicolo al fine dello svolgimento di un'operazione di cartolarizzazione. Nell'atto di costituzione della società veicolo è garantito che nessun dipendente o manager di Unicredit Bank AG abbia relazioni o influenze nella gestione di Arabella Finance. Il capitale sociale della SPV è di 3€ composto da tre azioni del valore unitario di 1 €; i soci della società sono tre trust (Badb Charitable Trust Limited ; Medb Trust Limited e Eurydice Trust Limited) che hanno rispettivamente un'azione ciascuno. Lo scopo della società, come descritto nell'atto costitutivo è esclusivamente l'emissione di commercial paper al fine di finanziare il debito derivante dall'acquisizione degli asset da cartolarizzare. Le decisioni relative alla gestione del veicolo vengono prese da un Board di direttori in cui è garantita l'assenza di manager o dipendenti in relazione con Unicredit Bank AG. Nello specifico il Board è composto da tre soggetti: Peter Gatehouse, Brian Buckley e Roddy Stafford.

Il ruolo del gruppo UniCredit, in tale operazione è molto rilevante: UniCredit oltre ad essere delear dell'operazione è financial administrator (fornisce cioè consulenza finanziaria al veicolo societario) Arranger, Account bank e administrator (verifica il corretto pagamento delle commercial paper) e controparte di alcune operazioni di credit enhancement.

Le commercial paper emesse da Arabella Finance hanno ottenuto dei rating molto elevati da parte delle due agenzie di rating incaricate (Standard & Poor's e Moody's). Questo è dovuto alla presenza di un credit enhancement molto forte. In primo luogo Arabella Finance ha proceduto ad un credit enhancement interno attraverso il

meccanismo del tranching e l'accumulazione dell'excess spread generato come differenziale tra gli interessi attivi e passivi, da utilizzare in caso di necessità. In secondi, l'operazione in questione è caratterizzata da un forte credit enhancement esterno, dove Unicredit ha un ruolo predominante. Unicredit è liquidity agent dell'operazione garantendo dei "liquidity facility agreements" cioè mettendo a disposizione una linea di liquidità, alla SPV, in caso di necessità. È previsto inoltre anche un "overdraft facility agreements" cioè un accordo che permette alla SPV di poter ottenere liquidità ulteriore a quella prevista, affinché si rispetti il pagamento delle commercial papers. UniCredit, inoltre, insieme a altri intermediari finanziari ha concesso delle back-up facilities, cioè ha garantito l'acquisto personale delle commercial paper in caso di mancanza di domanda. Numerosi poi sono state le operazioni di copertura dei rischi presenti nell'operazione (hedge contracts), in particolare sono stati coperti i rischi di tasso e di cambio attraverso la stipula di contratti swap. Nella Figura 4.5 è illustrata la struttura dell'operazione e del veicolo societario appositamente creato. Come è possibile notare osservando la figura UniCredit svolge, insieme ad altri cinque soggetti il ruolo di CP Dealers; inoltre, il gruppo bancario è coinvolto sia nelle operazioni di credit enhancement che nella fornitura di liquidità.

Figura 4.5 Struttura dell'operazione e del veicolo societario.



Fonte: Riproduzione autonoma.

A partire dal bilancio consolidato del 2008 il veicolo societario è consolidato nel bilancio del gruppo bancario in quanto rientra nell'applicazione del SIC 12. Questo perché il gruppo UniCredit è esposto alla maggior parte dei rischi e benefici dell'operazione, soprattutto per via dell'impegno a acquistare i titoli in caso di mancanza di domanda.

Dunque, la garanzia di riacquisto delle commercial papers in caso di illiquidità dei mercati finanziari, costituisce il principale motivo del consolidamento ai fini di quanto previsto dal SIC 12. L'esposizione di UniCredit al veicolo, inoltre, è dovuta anche al CE di tipo esterno e alle linee di liquidità fornite. Infine, un'ulteriore esposizione ai rischi e benefici, derivanti dall'attività svolta da Arabella finance, è dovuta al riacquisto da parte del gruppo bancario di parte dei titoli al momento del compimento dell'operazione.

Nel bilancio consolidato 2012 di Unicredit si evidenzia (Tabella 4.5) un'esposizione totale di oltre 2 miliardi di € in Arabella Finance di cui 776 milioni per cassa e 1,4 miliardi in linee di credito. Le linee di

credito evidenziate in bilancio rappresentano la differenza fra il totale delle linee di credito concesse e l'ammontare di commercial paper sottoscritti dal Gruppo. Tale importo è infatti rappresentativo dell'ulteriore rischio assunto dal Gruppo a fronte di commercial paper sottoscritti da terzi e di impegni all'acquisto di ulteriori attività da parte del programma.

Tabella 4.5: Esposizione verso il veicolo Arabella Finance

	CONSISTENZE AL (in migliaia di €)	
	31.12.2012	31.12.2011
Esposizioni per cassa	775.788	3.136.484
Arabella Finace Ltd	775.788	3.136.484
Linee di credito	1.406.983	501.056
Arabella Finace Ltd	1.406.983	501.056

Fonte: Bilancio consolidato 2012 Unicredit Bank s.p.a.

Con l'introduzione del nuovo principio contabile sul consolidamento molto probabilmente questo veicolo societario non sarà consolidato in quanto risulterà molto difficile il verificarsi della terza condizione prevista dall'IFRS 10, cioè la capacità, da parte di Unicredit, di esercitare il proprio potere, per incidere sui rendimenti di Arabella Finance Ltd. La mancanza di legami di controllo con Unicredit, come abbiamo visto in precedenza, è garantito dalla stessa Arabella Finance Ltd, pertanto individuare un controllo indiretto risulta davvero molto difficile.

Tuttavia l'eventuale mancanza di consolidamento del veicolo non comporterà una derecognition dal bilancio delle esposizioni nei confronti dello stesso se saranno rispettate le condizioni previste dallo IAS 39; cioè se UniCredit conserverà la maggioranza dei rischi e benefici dell'operazione. Anche la valutazione di questa fattispecie non risulterà così immediata, e potrebbe comportare una derecognition dal bilancio di un'esposizione di circa 2 miliardi, salvo variazioni (in aumento o in diminuzione) nell'esercizio 2014.

Risulta quindi lecito chiedersi se la disclosure sull'esposizione di tale veicolo presentata fuori dal bilancio riuscirà a compensare il mancato consolidamento del veicolo.

2.1.3 La cartolarizzazione “SALOME FUNDING ”

Nel 2006 il gruppo UniCredit, mediante UniCredit Bank AG di Londra, ha sottoscritto un'operazione di cartolarizzazione congiuntamente con Citi e Credit Suisse, avente ad oggetto dei mutui ipotecari.

L'organizzazione dell'operazione è stata effettuata da UniCredit Bank AG in qualità di arranger, attraverso la creazione di uno SPV denominato “Salome funding Plc”. Tale società per finanziare il debito derivante dall'acquisto degli asset da cartolarizzare ha emesso delle Commercial Paper, note anche come “Asset-based commercial papers”.

L'operazione in questione è analoga a quella effettuata attraverso il veicolo Arabella Finance, analizzato nella sottosezione 2.1.2 “la cartolarizzazione ARABELLA FINANCE”. Il Dealer di questa operazione di cartolarizzazione hanno avviato un “Commercial Paper Programme” che prevede la continua emissione da parte del veicolo societario, di commercial paper della durata inferiore, in ogni caso, ai 270 giorni. In particolare, per ogni emissione di tali strumenti si prevede la possibilità, a seconda delle esigenze di emettere fino a 5 miliardi di € di titoli. L'entità dell'operazione risulta essere esattamente la metà di quella effettuata attraverso il veicolo Arabella Finance.

Anche in questo caso UniCredit bank AG ha provveduto ad un forte ricorso ad operazioni di credit enhancement. Pur non essendo stato applicato il meccanismo del tranching, i titoli emessi dal veicolo hanno ottenuto degli elevati giudizi da parte delle agenzie di rating. Questo è attribuibile, in parte, al forte CE di tipo esterno operato in cui, UniCredit Bank AG, risulta essere la principale controparte. Nello specifico, il gruppo ha garantito il riacquisto dei titoli in caso di necessità e stipulato con Salome funding numerosi contratti derivati al fine di eliminare i rischi intrinseci nell'operazione di cartolarizzazione.

Per una migliore comprensione dei motivi del consolidamento del veicolo societario è necessario analizzare dettagliatamente la sua strutturazione.

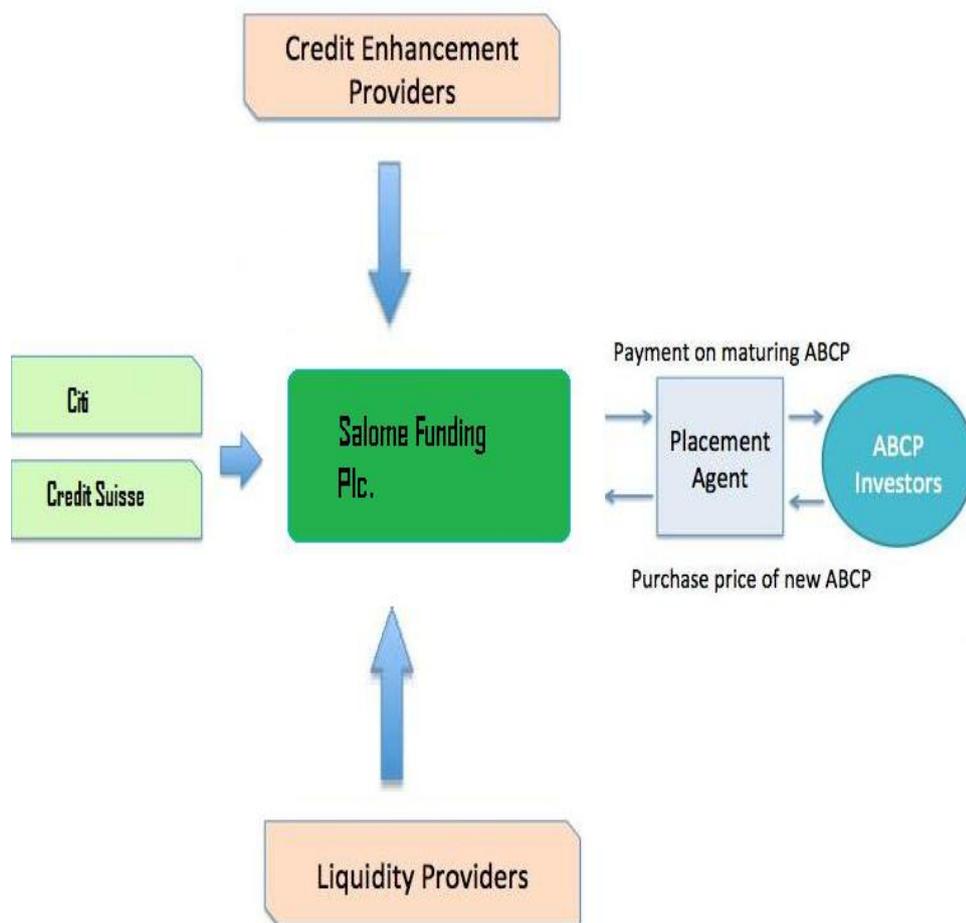
Salome Funding Plc è stata fondata nel 2006 in Irlanda sotto la forma di società privata a responsabilità limitata e secondo le norme locali che disciplinano la costituzione di una società veicolo al fine dello svolgimento di un'operazione di cartolarizzazione. Come per il veicolo analizzato nel precedente sottoparagrafo (il 2.1.2), anche in questo caso nell'atto di costituzione della società veicolo è garantito che nessun dipendente o manager di Unicredit Bank AG abbia relazioni o influenze nella gestione del veicolo. Il capitale sociale della SPV è di 40.000€ composto da 40.000 azioni del valore unitario di 1 €; i soci della società sono i tre trust coinvolti anche nella costituzione di Arabella finance (Badb Charitable Trust Limited ; Medb Trust Limited e Eurydice Trust Limited) attraverso il possesso di 12.699 azioni ciascuno. Tra i soci del veicolo vi sono anche quattro individui (L.Garvey; W.Prentice; P.Molloy e Turlough Galvin) attraverso il possesso di un'azione ciascuno.

Lo scopo della società, come descritto nell'atto costitutivo è esclusivamente l'emissione di commercial paper al fine di finanziare il debito derivante dall'acquisizione degli asset da cartolarizzare. Le decisioni relative alla gestione del veicolo vengono prese da un Board di direttori in cui è garantita l'assenza di manager o dipendenti in relazione con Unicredit Bank AG; nello specifico il Board è composto da tre soggetti: Peter Gatehouse, Brian Buckley e Roddy Stafford. Come si potrà notare si tratta degli stessi individui che si occupano della gestione del veicolo Arabella finance.

Ai sensi del consolidamento previsto dal nuovo principio contabile, pertanto, bisognerà individuare che tipo di relazione incorre tra tali soggetti e Unicredit, al fine di determinare il consolidamento o meno dell'SPV.

Nella Figura 4.6 è illustrata la struttura dell'operazione e del veicolo societario appositamente creato. Come è possibile notare osservando la figura Unicredit svolge, insieme a Citi e Credit Suisse il ruolo di CP Dealers; inoltre, il gruppo bancario è coinvolto sia nelle operazioni di credit enhancement che nella fornitura di liquidità.

Figura 4.6 Struttura dell'operazione e dell'SPV



Fonte: Riproduzione autonoma

Il veicolo in questione veniva consolidato da Unicredit Bank, poiché rispettava i criteri previsti dal SIC 12. I motivi per cui il gruppo UniCredit consolidava il veicolo sono del tutto analoghi a quelli visti per Arabella finance: garanzia di riacquisto dei titoli in caso di necessità; controparte delle principali operazioni di CE di tipo esterno; riacquisto di una parte dei titoli emessi alla sottoscrizione.

Tuttavia, durante l'esercizio 2012 Unicredit ha acquistato il veicolo. Si è passati quindi da un controllo sostanziale, basato sulla detenzione dei principali rischi e benefici ad un controllo formale dovuto alla detenzione della maggioranza delle partecipazioni e quindi della possibilità di esercitare un controllo secondo quanto previsto dallo IAS 27.

Nella Tabella 4.7 è possibile individuare l'esposizione al 2011, ultimo anno in cui il veicolo è stato consolidato in seguito all'applicazione del SIC 12. Il gruppo risultava esposto per circa 782 milioni di €, di cui 741 per cassa e 41 attraverso linee di credito.

Tabella 4.6: Esposizione verso il veicolo Salome Funding

	CONSISTENZE AL (in migliaia di €)	
	31.12.2012	31.12.2011
Esposizioni per cassa	-	741.162
Salome Funding Ltd	-	741.162
Linee di credito	-	41.308
Salome Funding Ltd	-	41.308

Fonte: Bilancio consolidato 2012 Unicredit Bank s.p.a.

A seguito dell'acquisizione effettuata dal gruppo Unicredit, dunque non sussistono i problemi relativi al consolidamento del veicolo, in quanto non si tratta più di un controllo sostanziale, senza cioè la detenzione di una partecipazione rilevante. Tuttavia, molto probabilmente, nel caso in cui non si fosse adoperata l'acquisizione, applicando il nuovo IFRS 10 non si sarebbe proceduto al consolidamento, in quanto risulta essere molto difficile dimostrare che i Unicredit controlli il veicolo attraverso un agente.

2.2 Analisi SPE del gruppo Intesa SanPaolo

Il gruppo Intesa SanPaolo fa ricorso ad operazioni di securitisation attraverso la creazione di SPEs. Come per il gruppo UniCredit, anche Intesa SanPaolo ha come fine ultimo di tali operazioni l'ottimizzazione del portafoglio crediti tramite la liberalizzazione di capitale regolamentare e l'apporto di nuova liquidità. Attualmente la creazione di nuovi veicoli societari è molto limitata rispetto al passato, a seguito della recente crisi di mercato che ha reso poco liquidi tali mercati.

In particolare, al bilancio consolidato dell'esercizio sociale 2012, il gruppo controlla due veicoli societari secondo quanto previsto dal SIC 12. Gli altri veicoli costituiti dal gruppo sono controllati mediante la detenzione di partecipazioni di controllo, secondo quanto previsto dallo IAS 27. Esistono, infine, alcuni SPV non consolidati in quanto non rientranti né nell'ambito di applicazione del SIC 12 né dello IAS 27⁸³.

Nelle due prossime sotto-sezioni saranno analizzate, dettagliatamente, le strutture societarie dei due veicoli controllati secondo quanto previsto dal SIC 12. In entrambi i casi si tratta di operazioni in asset-backed commercial paper, costituiti al fine di rispondere alla strategia di Intesa SanPaolo di fornire un canale di funding alternativo.

⁸³ Intesa SanPaolo, Bilancio consolidato, 2012;

2.2.1 La cartolarizzazione "ROMULUS FUNDING"

Nel 2002 il gruppo ha perfezionato un'operazione di cartolarizzazione attraverso la creazione del veicolo societario "Romulus Funding Corporation".

L'operazione in questione presenta una struttura piuttosto complessa poiché non riguarda esclusivamente crediti concessi per l'acquisto di abitazioni ma anche obbligazioni corporate e alcuni titoli sottoscritti dalla clientela. Lo SPV ha acquistato tali strumenti attraverso l'emissione di commercial paper della durata massima di 270.

Intesa SanPaolo, attraverso il completamento di tale operazione, è stato il primo gruppo italiano ad introdurre un'operazione di securitisation attraverso commercial paper, in Italia.

L'ammontare di tale operazione è molto rilevante e prevede, in totale, un'emissione di commercial paper superiore ai 2 miliardi di €.

L'emissione di tali strumenti è avvenuta sia in dollari, che in euro. Nel dettaglio la maggioranza delle obbligazioni sono state emesse in dollari, per poter sfruttare la maturità del mercato americano delle commercial paper.

Il gruppo Intesa è il servicer dell'operazione, Deutsche bank è arranger.

L'emissioni sono avvenute in un'unica tranche, senza applicare il principio di subordinazione, ad hanno ottenuto un rating di A1 da Standard & Poor's, P1 da Moody's e F1 da Fitch. Il mancato ottenimento del massimo rating è attribuibile alla non applicazione del principio della subordinazione, attraverso la costituzione di diverse tranche.

Per la comprensione dei motivi che hanno portato al consolidamento, da parte di Intesa SanPaolo, del veicolo in questione è necessario comprendere la struttura dello stesso e i rapporti intercorrenti con il gruppo bancario.

Romulus funding corporate è un veicolo societario con sede legale negli U.S.A. ed ha come unico e specifico oggetto sociale l'acquisto di attività finanziarie, rappresentato da crediti o titoli, aventi caratteristiche predefinite e originati da clientela del gruppo Intesa, finanziando l'acquisto mediante l'emissione di asset-backed commercial papers.

A partire dal 2011, il veicolo Romulus si occupa esclusivamente della raccolta sul mercato americano. La raccolta sul mercato europeo è stata trasferita ad un altro SPE: la Duomo funding plc.

Il gruppo Intesa SanPaolo è molto esposto nei confronti di tali veicoli in quanto controparte di alcune operazioni di credit enhancement di tipo esterno. In particolare, il gruppo fornisce garanzie per il riacquisto delle commercial papers in caso di necessità. A causa della difficile situazione di liquidità che caratterizza il mercato statunitense delle commercial paper, al 31 dicembre 2012, quasi la totalità degli strumenti emessi dal veicolo Romulus sono stati sottoscritti da Intesa. Nello specifico, il gruppo possiede 2.039 titoli su 2.221, per un'esposizione totale al 31 dicembre 2012 di 2,04 miliardi di € in titoli senior.

Nella tabella 4.7 è possibile individuare l'esposizione di Intesa SanPaolo in bilancio e fuori, nei confronti del SPV. La voce derecognition è relativa alle esposizioni non consolidate ma non cancellate in bilancio, in quanto non in rispetto dei principi previsti dallo IAS 39 in termini di derecognition.

Tabella 4.7 Esposizioni verso il veicolo Romulus

	CONSISTENZE AL 31/12/2012 (in milioni di €)
Esposizioni in bilancio:	
-Per cassa	2.039
Esposizioni fuori bilancio:	
-Derecognition (IAS 39)	-
-Linee di credito	61
-Garanzie rilasciate	15

Fonte: Bilancio consolidato 2012 Intesa SanPaolo s.p.a

Intesa SanPaolo, a partire dall'introduzione in Italia dei principi contabili internazionali IAS/IFRS procede al consolidamento di D funding corporate secondo quanto previsto dal SIC 12. Il gruppo bancario consolida lo SPV poiché risulta essere esposto alla maggioranza dei rischi e benefici in esso. In particolare, questo è dovuto alle operazioni di CE esterno fornite al veicolo societario e alla garanzia di riacquisto dei titoli in caso di necessità. Inoltre, a seguito della crisi finanziaria del 2008, il gruppo ha cominciato ad acquistare i titoli strutturati emessi dal veicolo, arrivando, nel 2012 a detenere la quasi totalità degli strumenti emessi da Romulus. Pertanto Intesa SanPaolo è risultata oggettivamente esposta alla quasi totalità dei rischi e benefici devianti dall'attività svolta da Romulus funding.

Nel successivo paragrafo sarà illustrata una tabella relativa alla strutturazione del veicolo Romulus, in quanto vi è il coinvolgimento di un'altra SPE.

2.2.2 La cartolarizzazione “DUOMO FUNDING ”

A seguito del successo della prima operazione riguardante l'emissione di ABS commercial papers, nel 2004 il gruppo Intesa ha generato un'operazione analoga, ma limitata al solo mercato europeo. La cartolarizzazione è avvenuta mediante la costituzione del veicolo societario Duomo funding plc.

Anche in questo caso il gruppo Intesa SanPaolo riveste il ruolo di servicer dell'operazione ed è controparte di operazioni di credit enhancement. In particolare il veicolo ha deciso di non ricorrere ad un CE interno, se non in minima parte, attraverso l'utilizzo di un excess spread come garanzia dell'operazione. Duomo funding ha deciso, invece, di ricorrere ad un forte CE esterno, per garantire ai sottoscrittori un elevato livello di garanzia. In questo senso il ruolo svolto dal gruppo bancario generatrice del veicolo è stato molto intenso. Intesa SanPaolo ha garantito un riacquisto dei titoli strutturati in caso di difficoltà ed ha stipulato con il veicolo operazioni in derivati regolamentati e OTC per ridurre al minimo i rischi dell'operazione. Ciò ha consentito l'emissione di giudizi molto positivi da parte delle agenzie di rating.

Duomo dentine in “pancia” oltre a 1,37 miliardi di € di crediti cartolarizzati relativi a crediti e obbligazioni nei confronti della clientela del gruppo Intesa, un portafoglio di quote di un fondo comune di investimento originato da una società del gruppo Intesa SanPaolo per un valore di 127 milioni di €.

La particolarità di tale operazione è che il veicolo Duomo si finanzia, in parte, con operazioni di raccolta stipulate con la stessa Romulus. In particolare, la Duomo funding plc ha contratto al 31 dicembre 2012, un debito di 2,22 miliardi di € nei confronti del veicolo Romulus.

Tale SPV presenta quindi delle caratteristiche di 3 delle SPE viste nel capitolo 2: securitisation SPE, funds SPE e asset-repackaging SPE.

L'incidenza del totale attività del veicolo sul consolidato è dello 0,3%.

Come detto l'esposizione in bilancio è di 2.22 miliardi di € in Romulus, di cui 1 miliardo di € ottenuto per finanziare l'operazione e i restanti 1.2 miliardi di € in esposizioni per cassa. Il gruppo Intesa, inoltre, ha un'esposizione fuori bilancio di 1,5 miliardi di € relative a linee di credito concesse. Infine, vi è un'ulteriore esposizione fuori bilancio di 1,1 miliardi di € non cancellati dal bilancio secondo quanto previsto dallo IAS 39 in materia di derecognition. Nella Tabella 4.8 è possibile individuare l'esposizione di Intesa SanPaolo, in bilancio e fuori, nei confronti del veicolo.

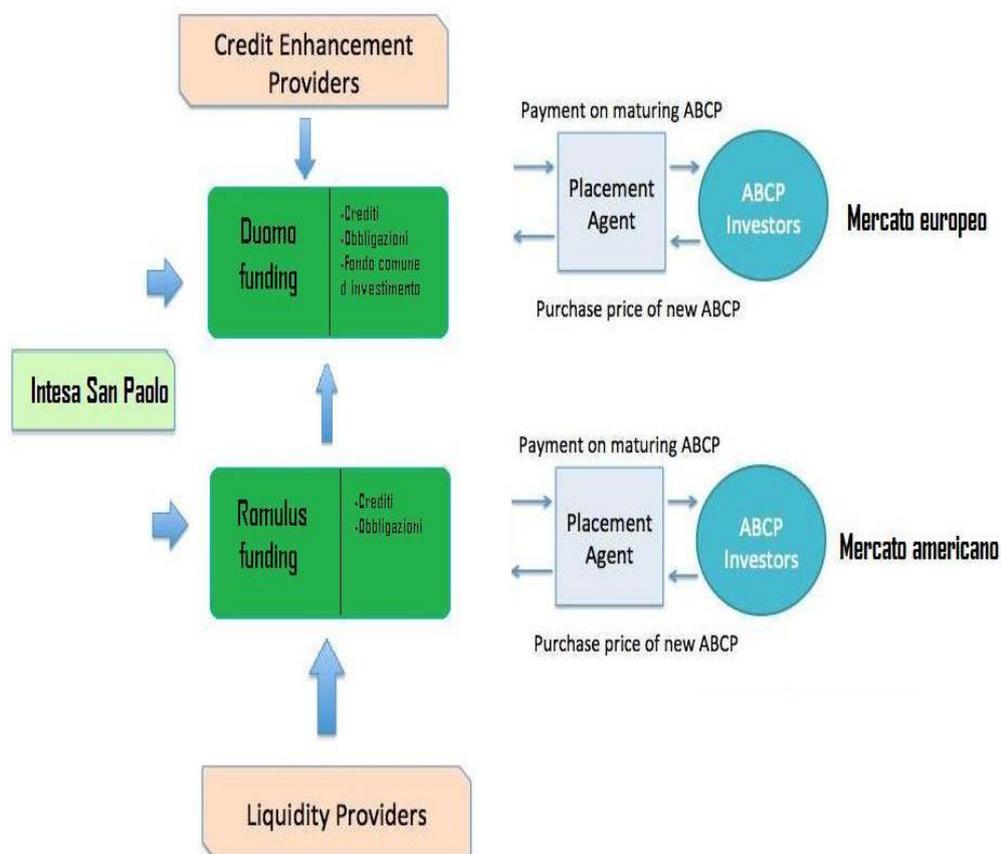
Tabella 4.8 Esposizioni verso il veicolo Duomo

	CONSISTENZE AL 31/12/2012 (in milioni di €)
Esposizioni in bilancio:	
-Per cassa	1.215
-Crediti	1.005
Esposizioni fuori bilancio:	
-Derecognition (IAS 39)	1.101
-Linee di credito	1.497
-Garanzie rilasciate	-

Fonte: Bilancio consolidato 2012 Intesa SanPaolo s.p.a

La struttura dei due veicoli societari è illustrata nella Figura 4.7.

Figura 4.7 Struttura dei veicoli Duomo funding e Romulus funding



Fonte: Riproduzione autonoma

Nella figura è illustrata la complessa articolazione dei due veicoli societari Romulus funding e duomo funding.

In particolare, Intesa SanPaolo, in quanto originator dell'operazione ha costituito in primo luogo il veicolo Romulus Funding operante sia sul mercato obbligazionario europeo che americano. I titoli ceduti al veicolo riguardano mutui ipotecari e obbligazioni.

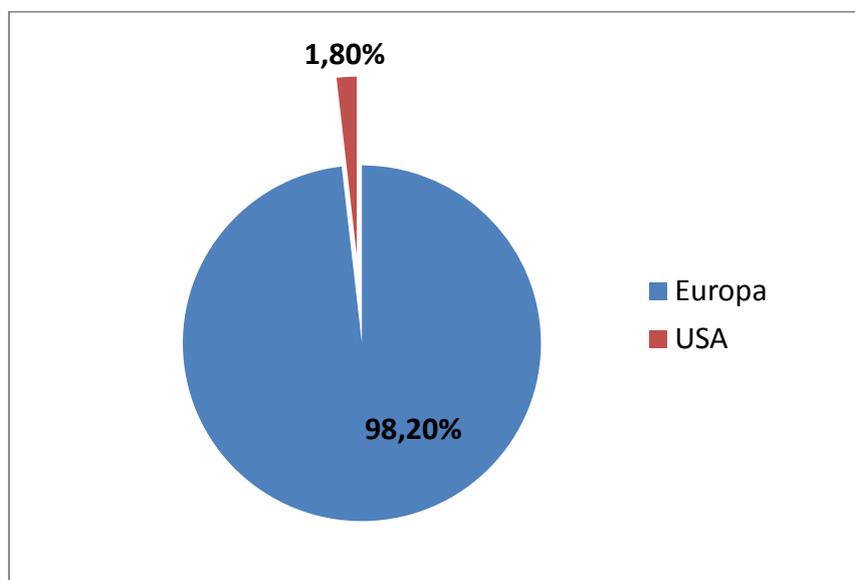
Successivamente, il gruppo bancario ha costituito lo SPV Duomo Funding con lo scopo di emettere titoli sul mercato europeo. Il veicolo in questione ha acquistato un coacervo di mutui ipotecari, obbligazioni e parte di attività di un fondo comune di investimento. Dopo la sua creazione, il gruppo bancario ha deciso di cedere i titoli cartoralizzati sul mercato europeo da Romulus a Duomo funding, al fine di fare in modo che Romulus operasse solo sul mercato americano e duomo esclusivamente su quello europeo. Si sono

pertanto create dei legami tra i due veicoli: duomo si finanzia in parte con operazioni di raccolta stipulate dalla Romulus.

Per entrambe le SPE il gruppo ha operato come controparte di CE di tipo esterno e come fornitore di linee di liquidità.

In particolare, nella Figura 4.8 è illustrata la composizione geografica del portafoglio di attività detenute dal veicolo Duomo funding al 31/12/2012.

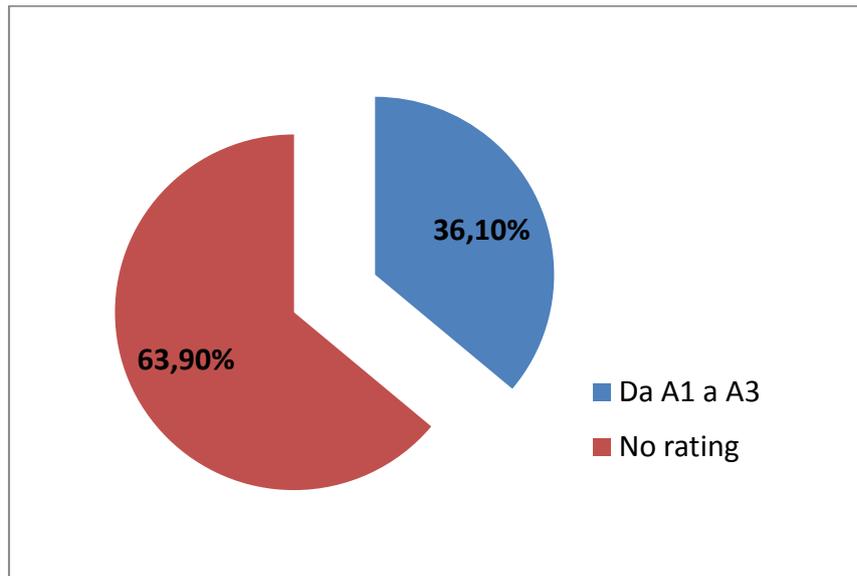
Figura 4.8 Composizione geografica attività Duomo funding



Fonte: Bilancio consolidato 2012 Intesa SanPaolo s.p.a

Molto interessante, ai fini della comprensione dei rischi e benefici assunti dal gruppo bancario è l'analisi dei rating complessivamente attribuiti ai titoli emessi dai due veicoli costituiti da Intesa San Paolo. Nella Figura 4.9 sono illustrati i rating. In particolare, si può notare che circa il 64% dei titoli emessi non sono dotati di rating. Solitamente i titoli a cui non è assegnato un giudizio sono quelli che poi verranno riacquistati dal gruppo.

Figura 4.9 Rating attribuiti ai titoli emessi dai due veicoli



Fonte: Bilancio consolidato 2012 Intesa SanPaolo s.p.a

Concludendo anche il veicolo Duomo funding è stato consolidato dal gruppo Intesa SanPaolo in base al SIC 12 per la detenzione della maggioranza dei rischi e benefici. I motivi sono gli analoghi visti per il veicolo Romulus funding.

CONCLUSIONI

Con il presente lavoro si è voluto analizzare il nuovo principio contabile IFRS 10 al fine di comprendere i possibili effetti, derivanti dalla sua applicazione, sul consolidamento dei veicoli societari.

Il primo obiettivo che si è voluto raggiungere è stato l'individuazione delle ratio che hanno portato all'emanazione dell'IFRS 10. Ciò ha richiesto l'analisi dell'intero processo di emanazione del nuovo standard contabile, al fine di individuare i cambiamenti più significativi. L'analisi ha portato ad individuare tre motivi principali che hanno spinto lo IASB ad adottare un significativo cambiamento degli standard contabili.

- *In primo luogo, vi era un problema tecnico dovuto all'applicazione dei principi precedentemente in vigore.* Prima dell'IFRS 10 vi erano due principi contabili di riferimento per l'individuazione del perimetro di consolidamento (attualmente ancora in vigore): lo IAS27, basato sul concetto di controllo e il SIC 12 che basava, invece, il consolidamento sull'esposizione alla maggioranza dei rischi e benefici verso uno SPV. Come evidenziato nel Capitolo III "Il processo di emanazione della nuova definizione di controllo" l'esistenza di due distinti principi aveva portato nel tempo a diversi possibili approcci applicativi. Il problema più rilevante era stabilire se l'entità da consolidare fosse o meno uno SPV, per individuare quale criterio applicare.
- *Il secondo motivo è riconducibile alla crisi finanziaria globale del 2007, la crisi, infatti, aveva fatto emergere i rischi, non contabilizzati, delle esposizioni alle SPE.* Nel 2008, in seguito al peggioramento della congiuntura economica, il FSB, ha chiesto a grossa voce di procedere all'emanazione di un nuovo principio che fornisse una maggiore disclosure sull'esposizioni in SPE non consolidate.

- *Infine, il terzo e ultimo motivo, è riconducibile alla volontà di una convergenza tra principi IAS/IFRS e US/GAAP.*

Purtroppo, almeno fino ad ora, è stata tradita la forte aspettativa sul piano della convergenza tra IASB e FASB relativamente all'introduzione di un unico principio contabile sul consolidamento che potesse essere valido anche oltre oceano. Come evidenziato nel Capitolo III "Il processo di emanazione della nuova definizione di controllo" i due Board non si sono trovati in accordo su tutte le parti del nuovo principio. Nello specifico, il FASB non ha accettato l'introduzione di un controllo di fatto previsto nel nuovo principio adottato invece dallo IASB⁸⁴. Ciò ha importanti implicazioni sul consolidamento dei veicoli societari che, nella maggior parte dei casi, possono essere consolidati esclusivamente attraverso l'esercizio controllo di fatto.

La mancata adozione di uno standard comune sul consolidamento ha messo un forte freno all'intero processo di convergenza, pertanto, è auspicabile, che in futuro si giunga ad una definizione comune di controllo.

L'analisi effettuata ci ha portato ad individuare gli effetti che derivano dall'applicazione dell'IFRS 10 sul consolidamento dei veicoli societari. In particolare, si è voluto verificare se l'eliminazione della definizione di controllo basata sui rischi e benefici, comporterà una variazione del perimetro di consolidamento e, la specifica ipotesi che si è voluta testare, è che l'IFRS 10 comporterà una riduzione del numero di veicoli consolidati.

In primo luogo è stato analizzato lo studio svolto dall'EFRAG nel 2012 "Supplementary study - consolidation of Special Purpose Entities (SPEs) under IFRS 10" inerente i possibili effetti del nuovo principio

⁸⁴ La difficoltà di convergenza è stata confermata dall'ultimo report "Joint update note from the IASB and FASB on accounting convergence" del 5 aprile 2012. Il documento ha evidenziato la forte divergenza, ancora esistente, nell'approccio ai principi contabili da parte dei due Board.

sul consolidamento delle SPE. Tale studio è stato considerato come punto di riferimento per lo svolgimento di una specifica analisi empirica.

L'analisi empirica, effettuata per verificare l'ipotesi di partenza, è stata condotta su cinque veicoli societari costituiti dai due principali gruppi bancari italiani: UniCredit e Intesa SanPaolo. Nel dettaglio, quattro dei cinque veicoli considerati sono attualmente consolidati secondo quanto previsto dal SIC 12. I veicoli analizzati sono stati costituiti per il compimento di operazioni di cartolarizzazione di mutui ipotecari e/o prestiti personali attraverso l'emissione di commercial paper. Lo studio si è concentrato volutamente su questa particolare tipologia di operazioni, al fine di comprendere gli effetti su quei veicoli societari maggiormente coinvolti nella crisi finanziaria. Come illustrato dettagliatamente nel Capitolo IV "Il consolidamento delle SPE: un'analisi empirica" per tutti i veicoli consolidati sono emersi forti dubbi relativamente al fatto che saranno consolidati a partire dal bilancio del 2014 in seguito all'adozione dell'IFRS 10. Le particolari criticità del consolidamento sono relative al rispetto della terza condizione, ossia della capacità di utilizzare il suo potere per influenzare i rendimenti dell'entità.

Il mancato consolidamento di alcune SPV comporterà una conseguente fuoriuscita dal bilancio consolidato delle attività presso cui la holding mantiene un'esposizione e la conseguente informativa non rappresentativa della realtà economico/finanziaria del gruppo per gli stakeholder. Tuttavia, poiché la società mantiene un'esposizione ai rischi prima di procedere alla derecognition bisognerà verificare che si rispetti quanto previsto dallo IAS 39. Questo principio però stabilisce dei criteri molto forti per non procedere alla derecognition che non è ammessa solo quando l'entità è esposta a tutti i rischi. Si tratta, pertanto di criteri molto più flessibili rispetto a quelli che prevedeva il SIC 12(bastava la maggioranza).

Nella Tabella 1.1 e 1.2 sono illustrate le esposizioni totali verso SPEs nel bilancio consolidato 2012 di UniCredit (Tabella 1.1) e Intesa SanPaolo (Tabella 1.2). In seguito all'applicazione dell'IFRS 10 queste società molto probabilmente non saranno consolidate con il conseguente mancato consolidamento di esposizioni di circa 3 miliardi di € per Unicredit e oltre 4 miliardi di € per Intesa SanPaolo, come si può evincere dall'osservazione delle tabelle in questione.

Tabella 1.1 Esposizioni nel bilancio consolidato 2012- UniCredit

SPV	Esposizione totale nel bilancio consolidato (in milioni di €)
Arabella finance ltd	2.183
Salome funding ltd*	782

*non consolidata nel bilancio 2012 in quanto UniCredit ha acquistato il controllo azionario.

Fonte: Bilancio consolidato 2012 Unicredit Bank s.p.a.

Tabella 1.2 Esposizioni nel bilancio consolidato 2012- Intesa SanPaolo

SPV	Esposizione totale nel bilancio consolidato (in milioni di €)
Romulus funding corporation	2.039
Duomo funding ltd	2.220

Fonte: Bilancio consolidato 2012 Intesa SanPaolo s.p.a.

Allo stesso tempo sono emerse alcune analogie tra l'analisi empirica svolta e lo studio dell'EFRAG. L'EFRAG ha individuato un effetto negativo relativamente al numero di veicoli consolidati riguardanti operazioni di cartolarizzazione di mutui ipotecari e prestiti personali, anche se in maniera ridotta rispetto a quanto emerso dall'analisi svolta nella presente ricerca.

Concludendo, l'analisi empirica condotta ed illustrata nel Capitolo IV "Il consolidamento delle SPE: un'analisi empirica" ha consentito di confermare l'ipotesi formulata e raggiungere il secondo obiettivo.

Tuttavia, questa ricerca presenta alcune limitazioni. In primo luogo, la presente ricerca è stata condotta su un campione di veicoli molto limitato, pertanto i risultati potrebbero non essere generalizzabili. Una seconda limitazione è dovuta all'analisi esclusiva di SPE costituite per operazioni di cartolarizzazione su mutui ipotecari o prestiti personali. Infine, la terza e ultima limitazione, è relativa alla mancata possibilità di approfondire dettagliatamente la struttura dei veicoli societari per via della mancanza di informazioni dettagliate al riguardo.

I risultati ottenuti attraverso questa ricerca potrebbero essere utilizzati come base per ampliare il campione di riferimento, magari includendo anche società estere. Tuttavia per svolgere analisi più approfondite è indispensabile un contatto diretto con i manager aziendali, al fine di comprendere nel dettaglio l'architettura dei veicoli. Data la forte sensibilità dei dati riuscire a fare un'analisi completa sugli effetti del nuovo principio risulta essere molto complesso. Infine, nelle successive ricerche, sarebbe utile analizzare gli effetti sulle Funds SPEs e Leasing and Financing SPEs.

Per verificare se, effettivamente, gli effetti dell'applicazione dell'IFRS 10 sono in linea con l'analisi svolta nella presente ricerca bisognerà attendere la pubblicazione dei bilanci consolidati IAS/IFRS del 2014.

Il problema più rilevante è relativo alla possibilità, in futuro, di strutturare dei complessi veicoli societari che riescano a sfuggire all'IFRS 10 e, quindi, al consolidamento.

Pertanto sarà proprio su questa tematica che lo IASB dovrà confrontarsi, cercando di far sì che il principio sia costantemente aggiornato con l'evoluzione delle strutture delle SPE

BIBLIOGRAFIA

- Bala G. Dharan (September 2002), "Financial Engineering with Special Purpose Entities", Rice University, Houston
- Bala G. Dharan (February 2002), "U.S. Congress, Enron's Accounting Issues: What Can We Learn to Prevent Future Enrons", House Energy and Commerce Committee hearing, pp. 87-96;
- R.Baldinelli (Giugno-Settembre 2002), "Caso Enron: analisi e questioni aperte", Luiss Guido Carli, Centro di ricerca per il diritto d'impresa;
- Basel Committee on banking supervision (20 March 2009) "Comments on Exposure Draft 10- consolidated financial statements";
- P.P.Biancone, P. Pisoni, Donatella Busso, M.Cisi (2006) "bilancio consolidato dei gruppi quotati", Giuffrè editore;
- M.Bini (Settembre 2011), "La nuova disciplina del controllo nei principi contabili internazionali"; Le società, IPSOA;
- D.Cook, L.Connor, R.Crisp, P.Dekker, M.Pankhurst and A.Wilson (2005), "IFRS/US. GAAP Comparison", Ernst & Young LLP;
- Deloitte LLP "iGAAP 2014. Volume B. Financial Instruments- IFRS 9 and related standards", LexisNexis;
- Deloitte LLP "iGAAP 2014. Volume C. Financial Instruments- IAS 39 and related standards"; LexisNexis;
- EFRAG (2012), "Supplementary study- consolidation of special purpose entities (SPEs) under IFRS 10";
- Ernst & Young (January 2012), "Challenges for banks and their structured entities in adopting and applying IFRS 10";
- Ernst & Young (January 2013), "Consolidation for fund managers";

- A.Ferrari e F.Panzironi (Febbraio 2013), “IFRS 10: consolidated financial statements”, Il sole 24 ore;
- G.Ferri, V.D’apice (2011), “Crisi finanziarie e regolamentazione. Politiche economiche per un capitalismo stabile”, Carocci editore;
- Fondazione Luca Pacioli, (22 maggio 2002), “L’armonizzazione contabile nell’Unione Europea” studio n.4, documento n.13;
- Grant Thornton (August 2012), “Adviser alert-under control? A practical guide to IFRS 10 consolidated financial statements”;
- F.Grasso, P.Terazzi (2006), “Il bilancio consolidato e le scritture di consolidamento”, Scuola di alta formazione, ODEC Milano;
- E. Monti (2005), “Manuale per la finanza di impresa”, Nuova edizione, ISEDI;
- Organismo italiano di contabilità (2 March 2009), “Comments on IASB’s Exposure Draft 10- consolidation”;
- William C. Powers, Jr., Chair Raymond S. Trough Herbert S. Winokur, Jr (2002); “Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of enron corp”;
- PricewaterhouseCoopers (June 2011), “Structured finance – accounting developments: Special purposes entities – Consolidation and Disclosure”;
- PricewaterhouseCoopers (December 2011), “The next chapter. Creating an understanding of special purpose vehicles”;
- PricewaterhouseCoopers (2012), “Illustrative IFR consolidated financial statements for 2012 years ends”, Bloomsbury professional;
- PricewaterhouseCoopers (2004), “SIC 12 and FIN 46 R the substance of control”;

- G.A.Toselli (8 luglio 2013), “IFRS 10, IFRS 11, IFRS 12: aspetti contabili e profili economico-aziendali del nuovo concetto di controllo e di controllo congiunto”; Pwc;
- Véron, Nicolas (2012), “Financial reform after the crisis: an early assessment”, Bruegel working paper, no. 2012/01.

STANDARD E DRAFT IASB

- IASB (1999), “SIC Interpretation 12. Consolidation—Special Purpose Entities”; IASB (May 2008), “Discussion Paper, Preliminary Views on an improved Conceptual Framework for Financial Reporting. The Reporting Entity”;
- IASB (2005) “IAS 27. Consolidated and Separate Financial Statements”;
- IASB (May 2008), “Discussion paper. Preliminary views on an improved conceptual framework for financial reporting: the reporting entity”;
- IASB (December 2008), “Exposure draft 10, basis for conclusion of exposure draft 10: consolidated financial statements”;
- IASB (December 2008), “Alternative views on exposure draft 10: consolidated financial statements”.
- IASB (December 2011), “Exposure draft 4, basis for conclusion of exposure draft 4: investment entities”;
- IASB (June 2012), “Amendment on Consolidated Financial Statements, Joint Arrangements and Disclosure of Interests in Other Entities: Transition Guidance”;

ATTI NORMATIVI

- Decreto Legislativo n.38/2005 recante “Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali;
- Legge n. 77/1983 “Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare”;
- Legge n.130/1999, " Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti " ;
- Legge 40/2007, “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 gennaio 2007, n. 7, recante misure urgenti per la tutela dei consumatori, la promozione della concorrenza, lo sviluppo di attività economiche e la nascita di nuove imprese”;
- Regolamento CE n 1606/2002 recante “Applicazione di principi contabili internazionali”;
- Regolamento UE n.1254/2012 del dicembre 2012 “adozione l’IFRS 10 Bilancio consolidato, l’IFRS 11 Accordi a controllo congiunto, l’IFRS 12 Informativa sulle partecipazioni in altre entità e modifica dello IAS 27 Bilancio separato e dello IAS 28 Partecipazioni in società collegate e joint venture”;
- Regolamento UE n.313/2013 del 4 aprile 2013 recante “Guida alle disposizioni transitorie (modifiche agli IFRS 10, 11 e 12)”.

SITOGRAFIA

- <http://www.bancaditalia.it>;
- <http://www.bis.org/bcbs>;
 - <http://www.bis.org/bcbs/about.htm>.
- <http://www.borsaitaliana.it>;
 - <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/miv/miv.htm>.
- http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/governance/committees/arc/index_en.htm;
- <http://www.efrag.org/Front/Home.aspx>;
- <http://eur-lex.europa.eu/oj/direct-access.html?locale=it>;
- <http://www.fasb.org>:
 - <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/LandingPage&cid=1175805317407>;
 - <http://www.fasb.org/pdf/fas141r.pdf>.
- <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>:
 - <http://www.fitchratings.com/gws/en/sector/overview/structuredFinance>
- <http://www.fondazioneoic.eu>:
 - http://www.fondazioneoic.eu/?page_id=92
- <http://www.governo.it>;
- <http://www.iasplus.com>:
 - <http://www.iasplus.com/en/resources/ifrsf/governance/ifrsf-constitution>;
 - <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs10>.
- <http://www.ilsole24ore.com>;
- <http://www.intesasanpaolo.com>;

- http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/investor_relations/ita_wp_investor_relations.jsp#/investor_relations/ita_wp_investor_relations.jsp
- <http://www.ifrs.org>
 - <http://www.ifrs.org/How-we-develop-standards/Pages/How-we-develop-standards.aspx>;
 - <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>;
- <http://www.moodys.com>:
 - <http://www.moodys.com/researchandratings/market-segment/structured-finance/005006/4294966286/4294966623/-1/0/-/0/-/en/global/rr>.
- <http://www.standardandpoors.com/ratings/italy/en/eu>:
 - <https://www.spratings.com/structured-finance>.
- <https://www.unicredit.it>;
 - <https://www.unicreditgroup.eu/it.html>;
 - <https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/financial-reports.html>
 - <https://www.unicredit.it/it/corporatebanking/public-sector/prodotti-di-finanziamento/cartolarizzazioni.html?ucmenu=IMCB-TGP821CTID>.

BILANCI E RELAZIONI FINANZIARIE

- Consumer One s.r.l (2011), “Investor report. Securitisation of a portfolio of performing personal loans”;
- Consumer One s.r.l (2012), “Investor report. Securitisation of a portfolio of performing personal loans”;
- Intesa SanPaolo, Bilancio consolidato, 2011;
- Intesa SanPaolo, Bilancio consolidato, 2012;
- UniCredit Bank AG (July 2010), “information memorandum: Arabella Finance limited”, UK/2424548/01;
- UniCredit Bank AG (July 2010), “information memorandum: Salome Funding PLC”, LND99/554589;
- UniCredit, Bilancio consolidato 2010;
- UniCredit, Bilancio consolidato 2011;
- UniCredit, Bilancio consolidato 2012.