

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT
Cattedra di Principi Contabili Internazionali

EQUITY METHOD E CONSOLIDATION METHOD A CONFRONTO:
IMPATTO SUGLI INDICI DI PERFORMANCE.
IL CASO DELLO SPINOFF DI PEPSI

RELATORE:
Chiar.mo Prof.
Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO:
Maria Chiara Leonelli
Matr. 689751

CORRELATORE:
Chiar.mo Prof.
Alessandro Mechelli

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

INDICE

INTRODUZIONE	3
DISCIPLINA DELL'IFRS 10 – BILANCIO CONSOLIDATO	5
1.1 Disciplina dell'IFRS 10, Consolidated Financial Statements	5
1.2 La perdita del controllo	25
IAS 28 <i>REVISED</i>	37
2.1 Ambito di applicazione	37
2.2 Metodo del patrimonio netto	39
ANALISI DI BILANCIO CONSOLIDATO	46
3.1 L'analisi del bilancio consolidato dei gruppi aziendali.....	46
3.2 La riclassificazione del bilancio consolidato	51
<i>SPINOFF</i> , IL CASO PEPSI.....	66
4.1 Spinoff: definizioni tratti caratteristici ed effetto annuncio	66
4.2 Il caso Pepsi: spin-off the bottler	73
CONCLUSIONI	80
BIBLIOGRAFIA	81
SITOGRAFIA.....	83

INTRODUZIONE

Cosa spinge una capogruppo a disinvestire? Questa la domanda che fa da *fil rouge* nel corso di questo elaborato. L'operazione di disinvestimento è complessa, presuppone una ristrutturazione proprietaria ed una riorganizzazione strategica. Nel corso dell'elaborato verranno approfondite le tematiche riguardanti operazioni di disinvestimento e perdita del controllo, per meglio comprendere se e come conducono ad una creazione di valore per gli azionisti.

Le reazioni dei mercati alle operazioni di disinvestimento sono state analizzate in diversi studi statistici, in particolare attraverso l'*event study*, tramite il quale numerosi ricercatori hanno cercato di capire l'effetto dell'annuncio di *spinoff* sui rendimenti azionari della società che ne veniva interessata. Lo studio si concentra su delle finestre temporali, per meglio comprendere l'assorbimento della notizia da parte dei mercati, sia precedentemente che successivamente all'annuncio. Nella maggior parte degli studi, l'annuncio di *spin-off* genera una creazione di valore per gli *shareholder* delle società coinvolte, ma in nessuno di questi studi i valori registrati hanno assunto significatività statistica. Nello specifico, l'elaborato prende le mosse da un caso eclatante di *spinoff* in cui la decisione di disinvestimento non fu dettata da decisioni strategiche e creazione di valore, ma solamente da un cambio di metodo di consolidamento che avrebbe placato la pressione da parte degli investitori. Pepsi, disinvestendo, come aveva precedentemente fatto Coca Cola un decennio prima, passava dall'utilizzo del consolidamento integrale al metodo del patrimonio netto, creando di fatto valore per gli azionisti e incrementando il valore degli indici di *performance*. Questo era il caso Pepsi, che nel 1998 optò per lo *spinoff* di una sua grande *subsidiary* che si occupava dell'imbottigliamento. I *bottler* si prestano molto bene a mostrare il diverso impatto su indici quali il ROA ed il ROIC, a seconda del metodo di consolidamento scelto. Un diverso metodo di consolidamento infatti ha un impatto specifico sugli indici di *performance*, e chi è miope di fronte ai bilanci potrebbe ritenere che un grande gruppo sia più efficiente di un altro perché ha un ROA superiore, come nel caso in esame di Pepsi *versus* Coke, mentre nella realtà dei dati

contabili insiti nell'indice, la differenza può discendere dall'utilizzo del metodo del patrimonio netto rispetto al consolidato integrale. Il presente elaborato si articola in quattro capitoli. Nel primo capitolo verrà esaminata la disciplina dell'IFRS 10 *Bilancio Consolidato*, per comprendere i presupposti e l'ambito di applicazione del *consolidation method*, alla luce di quello che è il nuovo concetto di controllo secondo gli *standard* internazionali. Nel corso del capitolo vengono riportate le novità introdotte dal nuovo principio, che ha modificato quanto previsto nel precedente IAS 27. Alla luce del nuovo principio contabile il controllo ora si lega all'esposizione alla variabilità dei ritorni della società controllata, sulla quale la società madre ha la possibilità di influire. Vi è inoltre un approfondimento sulla perdita del controllo e sulle conseguenze contabili che essa produce, ed in particolare viene esplicitata la procedura per il consolidamento. Nel secondo capitolo viene analizzato l'ambito di applicazione del metodo del patrimonio netto, e quindi la disciplina dettata dallo IAS 28 *revised Partecipazioni in società collegate e Joint venture*. Nel corso del capitolo secondo viene esplicitata la più rilevante introduzione, concernente l'utilizzo del metodo del patrimonio netto per la contabilizzazione delle partecipazioni che permettono all'investitore di avere un'influenza notevole sull'attività decisionale della società collegata o in *joint venture*. Vengono esplicitate le procedure contabili da eseguire e quando poterle applicare. Il terzo capitolo analizza l'impatto dei metodi di consolidamento sugli indici di *performance* di gruppo. In particolare viene esaminata l'analisi di bilancio dei gruppi aziendali, tramite l'esplicitazione dei principali indici di *performance* utilizzati. Nell'ultimo capitolo dell'elaborato viene analizzata l'operazione di disinvestimento e le reazioni dei mercati agli annunci di uno *spin-off*. Il caso che avvalorata la miopia degli investitori di fronte all'impatto dei metodi di consolidamento negli indici di *performance* è quello dello *spin-off* di Pepsi del 1998.

CAPITOLO I

DISCIPLINA DELL'IFRS 10 – BILANCIO CONSOLIDATO

1.1 Disciplina dell'IFRS 10, Consolidated Financial Statements

Il principio contabile internazionale IFRS 10 viene applicato per la preparazione e presentazione del bilancio consolidato di un gruppo di società controllate da un'entità definita capogruppo. Tale *standard* non disciplina la contabilizzazione delle aggregazioni aziendali e dei conseguenti effetti sul consolidamento (incluso *goodwill*), per le quali invece si segue la disciplina dettata dall'IFRS 3. Con riguardo alle note al bilancio consolidato esse sono applicate in ossequio alle regole dettate nell'IFRS 12 “Informativa sulle partecipazioni in altre entità”.

L'introduzione dell'IFRS 10 da parte dello IASB ha apportato considerevoli modifiche in tema di partecipazioni all'interno del bilancio consolidato di un gruppo. Tale principio è stato istituito per colmare il vuoto normativo che tipicamente si presentava nel momento in cui si fronteggiavano situazioni di incertezza sull'esistenza effettiva di un controllo da parte di un'entità su un'altra. Infatti, la principale novità riguarda il concetto di controllo, che non resta più ancorato ad un aspetto prettamente giuridico-formale, ma si muove verso un aspetto economico-sostanziale.

La finalità del presente IFRS è stabilire i principi per la predisposizione del bilancio consolidato nel caso in cui un'entità controlli una o più entità. Per conseguire tale obiettivo l'IFRS 10:

- Stabilisce che l'entità controllante deve presentare un bilancio consolidato;
- Esplicita il principio del controllo e lo sancisce come base per il consolidamento;
- Chiarisce l'applicazione del principio del controllo per individuare se un investitore controlla una partecipata e se quindi deve consolidarla;
- Illustra i criteri contabili per la predisposizione del bilancio consolidato;

- Definisce il concetto di entità d'investimento ed illustra dunque le eccezioni al consolidamento di entità controllate.

L'IFRS 10 è il principale *output* del *consolidation project*, (progetto iniziato dallo IASB nell'aprile 2002) risultante in una singola definizione di controllo per tutte le entità. A completare il quadro troviamo: l'IFRS 11 sugli accordi a controllo congiunto, lo IAS 28 *revised* sulle partecipazioni in società collegate e joint venture, l'IFRS 12 per l'informativa sulle partecipazioni in altre entità. Il *consolidation project* è nato con l'obiettivo di sviluppare uno standard per sostituire il SIC 12 e ridimensionare lo IAS 27. Infatti, lo IASB con l'emanazione di tale standard ha voluto integrare in un unico principio anche la disciplina relativa al consolidamento delle *special purpose entity*, andando a sostituire l'interpretazione SIC 12. Mentre invece le tematiche relative al bilancio separato restano disciplinate nello IAS 27, il quale però risulta notevolmente ridimensionato.

Il principio contabile IFRS 10, emanato attraverso il Regolamento (UE) 1254/2012, costituisce un punto di arrivo del processo di armonizzazione e rinnovamento della disciplina del bilancio consolidato voluto da tale progetto. Infatti, tale principio contabile rivede la definizione di controllo e fornisce una guida dettagliata all'applicazione in modo che un singolo modello di controllo possa essere applicato a tutte le entità. Il progetto venne sviluppato in parte per eliminare le incoerenze esistenti tra IAS 27 e SIC 12 e, per implementare una convergenza con l'US GAAP. Inoltre, il progetto ha avuto un'importante accelerata nel 2008, a seguito della crisi finanziaria globale.

Lo IAS 27 oggi contiene solamente le norme regolatrici del bilancio separato (bilancio predisposto da una controllante, da una partecipante in una società collegata o da una partecipante in un'entità a controllo congiunto, in cui le partecipazioni vengono contabilizzate utilizzando il metodo dell'investimento diretto, cioè a costo storico oppure a *fair value* secondo le regole stabilite dal nuovo IFRS 9, in vigore da gennaio 2018). L'interpretazione Sic 12 contemplava le norme sul consolidamento delle società a destinazione specifica.

Il principio chiave del nuovo standard risiede nel nuovo concetto di esistenza di controllo: il controllo esiste e dunque il consolidamento è richiesto, solamente se l'investitore possiede un potere sulla partecipata, è esposto alla variabilità dei ritorni e ha la capacità di usare tale potere sulla partecipata per influenzare i suoi ritorni. Dunque, le entità che sono maggiormente toccate dal nuovo standard sono:

- quelle con un investitore dominante che non possiede un interesse di maggioranza, in cui i restanti voti sono posseduti da azionisti ampiamente dispersi (controllo di fatto);
- entità strutturate;
- entità che emettono o detengono significativi diritti di voto potenziali;
- entità di gestione patrimoniale.

Il nuovo principio stabilisce inoltre i principi di consolidamento e gli orientamenti per la misurazione delle partecipazioni di minoranza, i diritti di voto potenziali e la contabilizzazione della perdita di controllo.

AMBITO DI APPLICAZIONE

L'IFRS 10, in vigore da gennaio 2013, si applica a tutte le entità controllanti che devono presentare il bilancio consolidato, ad eccezione dei piani per benefici successivi alla fine del rapporto di lavoro o altri piani a lungo termine per i dipendenti a cui invece si applica lo IAS 19.

Una società madre è esente dal doversi consolidare se:

- (a) è una società interamente controllata, o una società controllata parzialmente, da un'altra entità e tutti gli azionisti terzi, inclusi quelli non aventi diritti di voto, sono stati informati, e non si oppongono al mancato consolidamento;
- (b) ha titoli di debito o strumenti rappresentativi di capitale non negoziati pubblicamente (in una Borsa Valori nazionale o estera o in un mercato *over the counter*, compresi i mercati locali e regionali);

(c) il genitore non ha depositato, né è in procinto di farlo, il proprio bilancio per emettere strumenti quotati in borsa; e

(d) la sua capogruppo o una controllante intermedia produce *consolidated financial statements* conformi agli IFRS che sono disponibili per uso pubblico, in cui le entità controllate sono consolidate o sono valutate al *fair value* rilevato a conto economico in conformità con l'ifrs 10. Ricordiamo inoltre che un'entità d'investimento non è tenuta alla presentazione del bilancio consolidato se deve valutare tutte le proprie controllate al *fair value* rilevato a conto economico.

Le esenzioni dal consolidamento e le procedure operative del consolidamento non sono cambiate rispetto allo IAS 27.

IL NUOVO CONCETTO DI CONTROLLO¹

Uno dei principali effetti derivanti dall'introduzione del nuovo standard contabile è stato quello di aver innovato completamente il concetto di controllo esistente fino a quel momento. Il controllo *ante* IFRS 10 era definito come il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività². Dunque, si parlava di controllo laddove:

- ✓ vi era, direttamente o indirettamente, il possesso di >50% dei diritti di voto di una società figlia, a meno che non venisse dimostrato che da tale potere non scaturiva un controllo;
- ✓ vi era il possesso della metà o quota inferiore alla metà dei diritti di voto ma al contempo il potere di:
 1. determinare le politiche finanziarie e gestionali della società figlia, grazie ad un accordo o ad uno statuto;
 2. nominare o sostituire e rimuovere la maggioranza degli amministratori facenti parte del CdA o dell'organo di controllo

¹ "A practical guide to implementing IFRS 10, Consolidated Financial Statements" Deloitte, 2015.

² IAS 27

3. esercitare la maggioranza dei diritti di voto in sede di CdA o dell'organo di controllo.

In tale ottica non c'è da dimenticare di valutare anche il possesso di opzioni su azioni, strumenti di debito convertibili o altri strumenti finanziari convertibili in azioni, che quindi hanno la potenzialità di aumentare i diritti di voto posseduti, i c.d. diritti di voto potenziali. Questi ultimi andrebbero quindi inseriti nel calcolo, ma solo alla luce delle circostanze che li accompagnano, come ad esempio clausole vincolanti il loro esercizio ad una data o ad un evento futuro.

Tale definizione è stata superata dall'IFRS 10. Secondo tale principio il controllo, su una *investee*, esiste quando un investitore detiene tutti e tre questi elementi:

- I. potere sulla partecipata;
- II. esposizione o diritto a percepire i rendimenti variabili derivanti dal suo coinvolgimento nella partecipata;
- III. la capacità di utilizzare il proprio potere sull'investimento per influenzare l'ammontare dei rendimenti dell'investitore.

Quando questi tre elementi sono presenti, un investitore è considerato soggetto munito di controllo sulla partecipata, e quindi è richiesto il consolidamento. Laddove manchi uno o più di questi elementi, invece, un investitore non dovrà consolidare ma gli sarà richiesto di determinare la natura della relazione esistente con la partecipata, (ad esempio influenza significativa, controllo congiunto) e di applicare la contabilità appropriata secondo i requisiti IFRS.

L'incongruenza esistente prima dell'ifrs 10, nasceva dal fatto che il controllo tramite i diritti di voto veniva affrontato nello IAS 27, mentre l'esposizione ai rendimenti variabili veniva presa in considerazione all'interno del quadro SIC 12. Ma, tuttavia, la relazione tra questi due approcci al controllo non era sempre chiara. L'IFRS 10 è riuscito, invece, a collegare il concetto di potere e di esposizione alla variabilità dei rendimenti introducendo il tassello mancante: l'investitore è in grado di esercitare tale potere per influenzarne i rendimenti.



Per applicare il modello di controllo è necessario quindi, una volta identificata la partecipata cui fare riferimento, comprendere scopo e la motivazione della costituzione della partecipata ed identificarne le attività rilevanti, in modo da comprendere da chi e come vengono prese le decisioni relative alle attività caratterizzanti. Questo va fatto per poter applicare il modello di controllo presentato e valutare la presenza dei tre elementi sopra citati.

Analizziamo questi *step* preliminari:

I. Identificazione della partecipata

La valutazione del controllo viene effettuata a livello di ciascun partecipante. Ma è bene sottolineare che, in alcune circostanze, la valutazione viene effettuata per una parte dell'entità (ad esempio un silo). Questo caso si presenta solamente quando tutte le attività, le passività e il patrimonio netto di quella parte della partecipata sono separate dal resto dell'entità. Nella maggior parte delle casistiche questo avviene in entità strutturate, ma non sono gli unici casi in cui possiamo trovare dei silos.

II. Analisi e comprensione dello scopo e della motivazione per la costituzione della partecipata

Lo scopo e la motivazione della costituzione generalmente impattano sulla valutazione delle attività rilevanti, quindi sul comprendere quali siano e sul modo in cui vengono prese

³ "A practical guide to implementing IFRS 10, Consolidated Financial Statements" Deloitte, 2015.

le decisioni ad esse attinenti, sull'individuazione di chi indirizza tali decisioni ed attività, sull'individuazione di chi riceve i ritorni da queste attività.

In questo *step* arriviamo a comprendere se un'entità è controllata da diritti di voto o da diritti di voto potenziali.

Va evidenziata la particolare fattispecie in cui, a volte, i diritti di voto possono non avere un impatto sul rendimento della partecipata. In tal caso, la partecipata viene definita *on auto-pilot* attraverso accordi contrattuali. In questa circostanza allora, è bene valutare anche:

- (a) I rischi a ribasso e a rialzo potenziali per i quali la partecipata era stata costituita;
- (b) I rischi a ribasso e a rialzo potenziali che la partecipata, da previsione in costituzione, trasferirà ad altre parti nella transazione;
- (c) Se l'investitore è esposto a tali rischi e potenziale di rialzo.

Un investitore ha potere su una partecipata quando ha diritti sostanziali che gli danno la capacità di indirizzare le attività rilevanti. Le attività rilevanti sono le attività che significativamente influenzano i ritorni della partecipata.

Dunque, il primo criterio che lo standard ci fornisce per stabilire l'esistenza effettiva del controllo è l'esercizio del potere, potere che scaturisce dal possesso di diritti. Tuttavia, per determinare se un investitore detiene o meno potere bisogna fare riferimento alle *relevant activities*, sul modo in cui le decisioni ad esse relative vengono assunte e sui diritti detenuti dall'investitore e da terzi.

III. Identificazione delle attività rilevanti e di come le decisioni ad esse relative vengono prese

L'IFRS 10 definisce queste attività come attività che determinano in modo rilevante i ritorni per l'investitore e ci fornisce un elenco esemplificativo⁴:

- Acquisto e vendita di bene e servizi

⁴ Paragraph B11-B13, IFRS10

- Gestione di attività finanziarie, *held to maturity*
- Selezione, acquisizione, dismissione di attività
- Attività di ricerca e sviluppo di prodotti e processi
- Definizione della *capital structure* e modalità reperimento fonti
- Implementazione e definizione decisioni gestionali e patrimoniale
- Nomina fornitori

Ulteriori esempi di decisioni relative ad attività rilevanti includono:

- Stabilire budget operativi e di capitale
- Nominare, remunerare, sostituire il *key management* della partecipata (figure quali CEO, COO, CFO).

Qualora vi siano più attività che significativamente siano in grado di influenzare il ritorno sull'investimento, in tal caso sarà necessario, per l'investitore, determinare quale tra le attività influenza maggiormente e più significativamente il ritorno sull'investimento e, quale investitore ha l'abilità corrente di indirizzare tali attività. Vi sono poi casi in cui le attività rilevanti possono non verificarsi senza un particolare evento. Ad esempio, un investitore che gestisce un *portfolio* di crediti di alta qualità che fornisce un prevedibile livello di rendimento con un minimo coinvolgimento da parte degli investitori, potrebbe avere come attività rilevante il diritto di gestire tali crediti in caso di *default*. (ad esempio prendere decisioni sul recupero di tali crediti).

Ecco un esempio applicativo⁵:

“Due investitori costituiscono una partecipata per sviluppare e commercializzare un farmaco. Un investitore è responsabile dello sviluppo del farmaco e dell'ottenimento dell'approvazione da parte degli organi di vigilanza: tale responsabilità comprende la capacità unilaterale di prendere tutte le decisioni relative allo sviluppo del prodotto e all'ottenimento dell'approvazione degli organi di vigilanza. Una volta che l'autorità di vigilanza ha approvato il prodotto, l'altro investitore curerà la fabbricazione e la

⁵ Esempio applicativo n. 1, L. 360/9 pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 29/12/2012 IFRS 10

commercializzazione: quest'investitore ha la capacità unilaterale di prendere tutte le decisioni relative alla fabbricazione e alla commercializzazione del prodotto. Se tutte le attività, ossia lo sviluppo del farmaco e l'ottenimento dell'approvazione degli organi di vigilanza, nonché la fabbricazione e la commercializzazione del farmaco, sono attività rilevanti, ciascun investitore deve stabilire se è in grado di condurre le attività che incidono in maniera più significativa sui rendimenti della partecipata. Di conseguenza, ciascun investitore deve stabilire quale sia, tra lo sviluppo del farmaco e l'ottenimento dell'approvazione degli organi di vigilanza, e la produzione e la commercializzazione del farmaco, l'attività che incide in maniera più significativa sui rendimenti della partecipata, e se esso è in grado di condurre tale attività. Nel determinare quale investitore detenga il potere, gli investitori devono considerare:

- (a) lo scopo e la costituzione della partecipata;
- (b) i fattori che determinano il margine di profitto,
- (c) i ricavi e il valore della partecipata, nonché il valore del farmaco;
- (d) l'effetto derivante dall'autorità decisionale di ciascun investitore relativamente ai fattori di cui al punto I sui rendimenti della partecipata;
- (e) l'esposizione degli investitori alla variabilità dei rendimenti.

In questo caso, gli investitori dovrebbero considerare anche: l'impegno necessario e l'incertezza collegati al conseguimento dell'approvazione degli organi di vigilanza (considerando anche le esperienze pregresse di successo dell'investitore nello sviluppo di farmaci e nell'ottenimento dell'approvazione da parte degli organi di vigilanza) e quale investitore controlla il farmaco una volta che la fase di sviluppo è andata a buon fine.”

Il caso proposto dall'IFRS 10 rende esplicita una situazione in cui più soggetti esercitano il potere su una attività, dunque in questo caso l'elemento che consente di determinare il soggetto che detiene il controllo è l'individuazione dell'attività che più significativamente influenza i ritorni sull'attività.

Example 13.1

- Two investors form an investee to develop and market a medical product.
- One investor has the responsibility and the unilateral ability to make all decisions relating to product development and to obtaining regulatory approval.
- Once the regulator has approved the product, the other investor has the responsibility and the unilateral ability to make all manufacturing and marketing decisions.

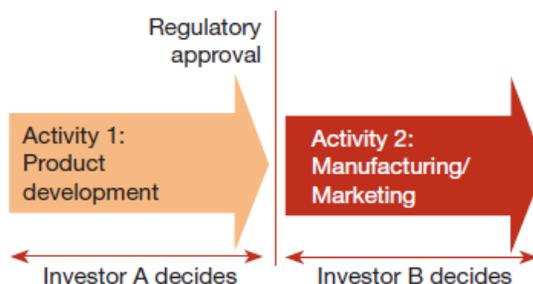


Illustration 4(a): Relevant activities directed by different parties – example 13.1

Which investor has power over the investee?

Solution

The considerations are summarised in the flowchart below:

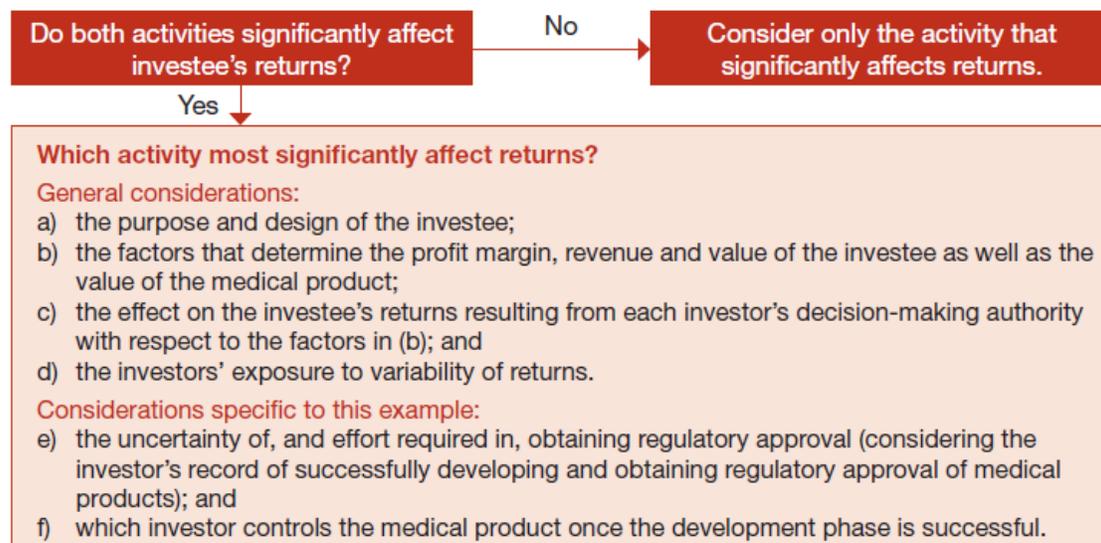


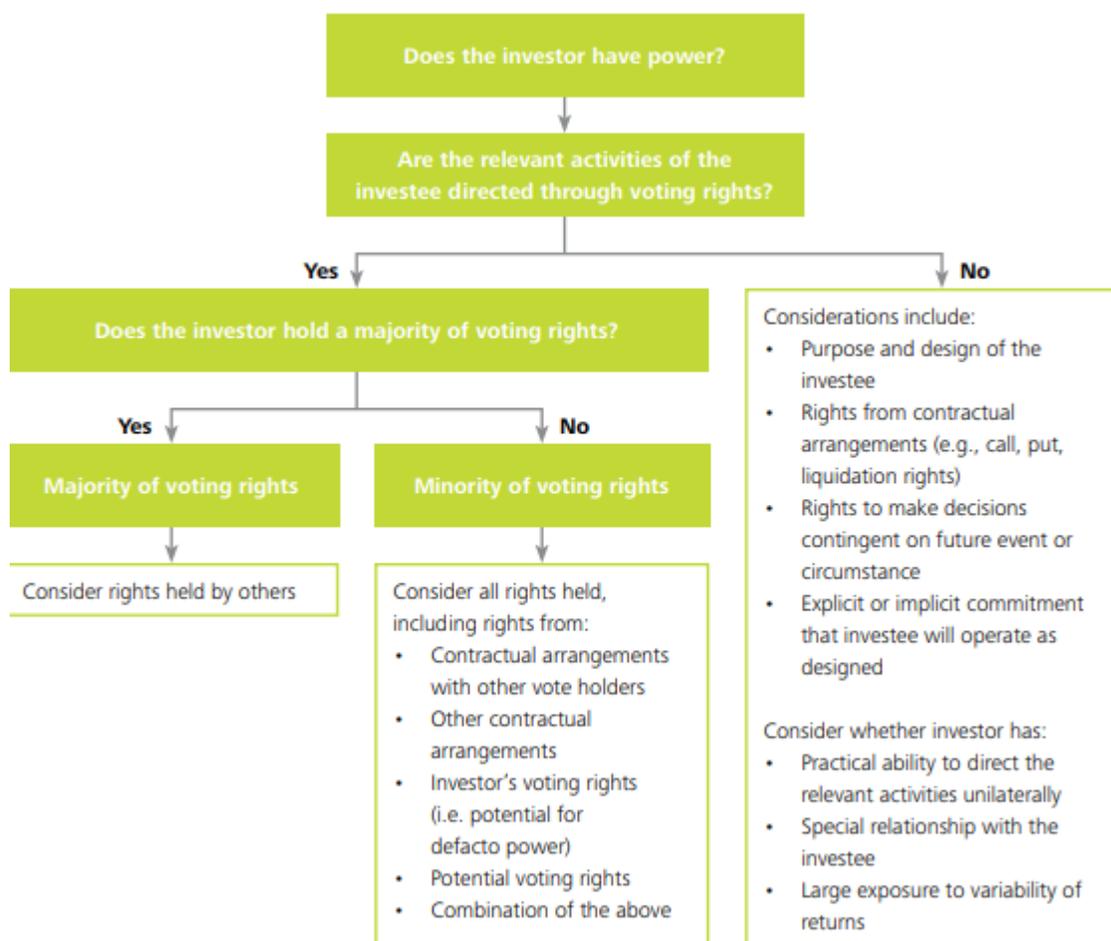
Illustration 4(b): Relevant activities directed by different parties – example 13.1

6

⁶ *Practical Guide to IFRS, Consolidated Financial statements: redefining control*, PwC 2011.

Una volta eseguiti i primi tre *step* fondamentali, il prossimo passaggio è capire se l'investitore possiede tutti e tre gli elementi del controllo (*power, exposure, ability*).

POWER



7

Un investitore, per avere potere, deve avere diritti che gli forniscono l'attuale capacità di dirigere le attività rilevanti. Tale capacità può derivare da un'ampia varietà di diritti, tra

⁷ A practical guide to Implementing IFRS 10, Deloitte Design Studio, Canada

cui, diritti sotto forma di diritti di voto o diritti di voto potenziali, diritti di nomina, nomina successiva o destituzione di figure degli organi decisori, che generalmente hanno responsabilità strategiche, diritti di indirizzamento sulla partecipata per avviare operazioni a vantaggio dell'investitore, diritti di veto su operazioni svantaggiose per l'investitore, diritti di assumere decisioni specificati in un contratto di gestione, e vi sono ancora altre forme di diritti. In generale, nel caso in cui una partecipata veda nel suo funzionamento un ampio spettro di attività rilevanti, che richiedano decisioni continue e sostanziali e che incidono significativamente sui suoi rendimenti, allora, in merito a tali attività, i diritti di voto o diritti assimilabili conferiranno *power* all'investitore. In altri casi invece, in cui i diritti di voto non hanno un effetto significativo sui ritorni della partecipata, ad esempio nel caso in cui i diritti di voto riguardino esclusivamente mansioni amministrative e sono gli accordi contrattuali a determinare la conduzione delle attività rilevanti, l'investitore dovrà esaminare tali accordi per determinare se è in possesso di diritti sufficienti per avere un potere sulla partecipata.

*Fattori da considerare in situazioni difficili, non chiaramente delineabili*⁸

Quando ci troviamo in situazioni in cui è difficile determinare se i diritti di un investitore siano sufficienti a fornirgli il potere su una partecipata, possiamo utilizzare degli indicatori relativi all'abilità pratica di dirigere la partecipata. I fattori da andare a considerare sono:

- ✓ Capacità, non derivante da diritto contrattuale, di nominare/approvare, il personale con responsabilità strategiche della partecipata, i quali solitamente quindi conducono le attività rilevanti;
- ✓ Capacità, non derivante da diritto contrattuale, di indirizzare la partecipata ad intraprendere operazioni significative, che andranno a vantaggio dell'investitore;
- ✓ Capacità, non derivante da diritto contrattuale, di vietare operazioni svantaggiose per l'investitore;

⁸ *Practical Guide to IFRS, Consolidated Financial statements: redefining control*, PwC 2011.

- ✓ Capacità di dirigere il processo di selezione dei componenti degli organi decisori della partecipata, o capacità di ottenere procure dai titolari di diritti di voto;
- ✓ Il *key management personnel* o l'organo di governo della partecipata è costituito da parti correlate con l'investitore (ad esempio, la partecipata e l'investitore hanno lo stesso CEO);

Vi sono altri fattori che indicano l'esistenza di una particolare relazione tra investitore e partecipata. Dunque vi sono elementi che possono suggerire che l'investitore non ha solo un'interessenza passiva in nella partecipata, tali elementi sono:

- Il KPM della partecipata è l'attuale o precedente KPM dell'investitore
- La partecipata ha una dipendenza economica dall'investitore (in relazione ad esempio a: *funding*, garanzie, servizi critici, tecnologia, fornitura di materiali strategici o scarsi, licenze o marchi, conoscenze altamente specializzate, altri *asset* critici). Attenzione però che la sola dipendenza economica non comporta *power* sulla partecipata.
- Le attività della partecipata sono condotte per conto di o coinvolgono l'investitore
- Esposizione sproporzionata ai ritorni della partecipata rispetto ai diritti posseduti (ad esempio, >50% di esposizione vs <50% diritti di voto)
- Esposizione alla variabilità dei ritorni: in tal caso l'ifrs 10 sottolinea che maggiore è l'esposizione, o i diritti, alla variabilità dei rendimenti, maggiore sarà l'incentivo per l'investitore ad ottenere potere. Ma attenzione, che l'estensione dell'esposizione in sé per sé non determina la detenzione di potere.

Tuttavia, la sussistenza di uno, o più elementi combinati tra questi, non è sufficiente per soddisfare il criterio del potere. Ma, è da notare che la titolarità non soltanto di un'interessenza passiva nella partecipata può stare ad indicare che l'investitore possiede altri diritti correlati sufficienti a conferirgli potere.

C'è da sottolineare che la dipendenza economica non sia inusuale. Ad esempio, in compagnie che si trovano al centro di un processo di produzione (*mid-stream processing*), vi è una forte dipendenza dai fornitori, per i minerali rari o risorse scarse.

Diritti sostanziali

L'IFRS 10 richiede che siano presi in considerazione solamente i diritti sostanziali, nella valutazione del soddisfacimento del criterio del potere, non anche quelli protettivi. I diritti sostanziali sono quelli che danno al proprio titolare la capacità pratica di disporre. Diritti sostanziali esercitabili da terzi possono prevenire l'investitore dall'ottenimento del controllo, anche se questi detentori di diritti non sono in grado di prendere decisioni e promuovere iniziative.

Vi sono dei criteri che aiutano a capire se un diritto è sostanziale o solamente protettivo, possono essere applicati a tutti i tipi di diritti, inclusi i diritti di voti correnti e potenziali. Tali criteri sono desumibili da questa serie di domande:

1. Vi sono delle barriere all'esercizio dei diritti detenuti dal suo possessore?

Ad esempio:

- sanzioni finanziarie o incentivi
- prezzi d'esercizio o di conversione che dissuaderebbero il titolare dall'esercitare i propri diritti
- termini e condizioni che impediscono l'esercizio dei diritti – ad esempio condizioni che restringono il limite di tempo per esercitare il diritto
- la mancanza di un esplicito, ragionevole meccanismo attraverso il quale i detentori possano esercitare i loro diritti
- incapacità di ottenere informazioni necessarie all'esercizio dei diritti
- barriere operative come la mancanza di esperienza per sostituire il *management* esistente, dopo aver acquisito il controllo
- requisiti normativi/legali che impediscono l'esercizio dei diritti.

2. Esistono meccanismi pratici per l'esercizio collettivo dei diritti?

Più parti devono essere d'accordo, meno è probabile che i diritti siano sostanziali.

Il CdA indipendente potrebbe fornire il meccanismo richiesto.

3. Il titolare dei diritti trarrà vantaggio dal loro esercizio?

Diritti di voto potenziali è più probabile che siano sostanziali se sono *in the money* o se l'investitore trarrà vantaggio per altre ragioni quali ad esempio sinergie.

Ciò delineato per esplicitare che per essere sostanziali i diritti devono dare l'abilità pratica di essere esercitati, e devono dare la possibilità di essere esercitati nell'ambito delle decisioni inerenti la direzione delle attività rilevanti.

Un'osservazione particolare merita il cambiamento introdotto dall'IFRS 10 con riguardo alla posizione finanziaria dei diritti di voto potenziali, segnalata come un fattore da considerare nella valutazione del controllo. Lo IAS 27 non forniva una guida esaustiva a tal riguardo. I diritti di voto potenziali che sono profondamente *out of the money*, possono essere considerati non-sostanziali: ad esempio nel caso in cui 3 investitori posseggano ognuno 1/3 dei voti in una partecipata ed un investitore (A) sia possessore di un debito convertibile con uno *strike price* fisso, se convertisse arriverebbe al 60%. La posizione finanziaria dei diritti di voto potenziali, non è profondamente *out of the money*. Inoltre, il *business* della partecipata è strettamente collegato ad A, ed egli beneficerebbe di eventuali sinergie, una volta esercitata l'opzione --> in questo caso l'opzione è considerata assolutamente sostanziale.

*Diritti di protezione*⁹

Sono diritti che ricorrono solo in circostanze eccezionali o in relazione a fondamentali cambiamenti nella partecipata. Ma, i diritti di protezione non sono di protezione semplicemente perché condizionati al verificarsi di determinati eventi o perché ricorrono in circostanze eccezionali. Essi includono:

- I diritti del creditore di limitare le attività del *borrower*, che avrebbero effetto negativo sul rischio di credito;

⁹ *Practical Guide to IFRS, Consolidated Financial statements: redefining control*, PwC 2011.

- Diritti di un azionista non di controllo di approvare un aumento eccezionale di *capital expenditure* o di emissione di debito o di capitale;
- Diritti di un prestatore di credito di entrare in possesso di *asset* in caso di *default*.

Franchising

Una guida esplicita sul franchising è stata introdotta dall'IFRS 10. Lo standard, infatti, distingue tra diritti decisionali detenuti dal *franchisor* a protezione del *brand*, da diritti di decisione che incidono significativamente sui ritorni della *franchisee*. Il franchisor non ha potere sulla franchisee se terzi hanno la capacità effettiva di dirigere le attività rilevanti della franchisee. Inoltre, minore è il supporto finanziario dato dal franchisor e minore l'esposizione del franchisor alla variabilità dei ritorni della franchisee, più è probabile che il franchisor possieda solamente diritti di protezione.

Diritti di voto

Nella maggior parte dei casi un investitore ha la capacità effettiva, grazie all'esercizio di diritti di voto o diritti assimilati, di indirizzare le attività rilevanti.

- *Potere con una maggioranza di diritti di voto*

Un investitore che detiene più della metà dei diritti di voto di una partecipata, ha il potere sulla partecipata, quando:

- Le attività rilevanti sono dirette attraverso voto del detentore della maggioranza dei diritti di voto; oppure la maggioranza dell'organo esecutivo che dirige le attività rilevanti viene designata dal titolare della maggioranza dei diritti di voto;
- I diritti di voto attribuiscono la capacità effettiva di dirigere le attività rilevanti. Dunque, un investitore non ha davvero potere se un'altra entità, che non agisce come rappresentante/mandatario dell'investitore, ha la facoltà di dirigere le attività rilevanti.

- *Potere senza una maggioranza di diritti di voto*

Un investitore che detiene meno della maggioranza dei diritti di voto può comunque ottenere potere attraverso:

- Accordi contrattuali con altri titolari di diritti di voto
- Diritti derivanti da altri accordi contrattuali (ad esempio un accordo contrattuale che concedere all'investitore di controllare direttamente l'attività manifatturiera e altre attività rilevanti, allora in tal caso questa situazione potrebbe risolversi in un controllo da parte dell'investitore)
- Proprietà di un largo pacchetto azionario in un caso in cui i restanti diritti sono ampiamente dispersi, situazione definita *de facto control*. Uno dei principali cambiamenti apportati dall'IFRS 10 è proprio una guida sul controllo di fatto. Il *de facto control* si esplica in una situazione in cui l'investitore detiene un potere unilaterale di dirigere la partecipata, questo fin quando un numero sufficientemente ampio dei restanti titolari di diritti dispersi decidano di mettersi in azione di concerto in opposizione all'investitore influente. Presumibilmente questa azione di concerto è difficile da organizzare e che quindi si verifichi realmente. Tuttavia, capire quando si è di fronte alla fattispecie del *de facto control* non è semplice, in quanto vi sono molteplici aspetti qualitativi da considerare: ad esempio guardare a se vi sono accordi/patti tra *shareholder* per consultarsi o prendere decisioni collettivamente.
- Diritti di voto potenziali (nei casi menzionati)
- Un mix delle suddette casistiche

- *Diritti di voto potenziali*

I diritti di voto potenziali sono definiti come “diritti di ottenere diritti di voto in una partecipata, come quelli derivanti da strumenti finanziari convertibili od opzioni”. L'ifrs 10 relativamente ad essi menziona tre aspetti problematici da dover considerare:

- 1) Sono sostanziali o di protezione?

Solamente quelli sostanziali vanno considerati in relazione al criterio del potere.

- 2) Analisi dello scopo e costituzione dello strumento finanziario:

Vanno valutati i termini e condizioni legati a tali strumenti, e con essi vanno considerate le aspettative dell'investitore, ovvero i motivi e le ragioni che lo spingerebbero ad accettare tali termini e condizioni.

3) Altri diritti di voto o decisori detenuti dall'investitore:

ad esempio se l'investitore detiene il 40% dell'*equity* + 20% in opzioni --> in questo caso egli potrebbe detenere un controllo.

- Entità strutturate

I diritti di voto non sempre hanno un effetto significativo sui ritorni della partecipata. Ci sono casi in cui i diritti di voto si connettono solamente a funzioni amministrative mentre invece sono gli accordi contrattuali ad indirizzare le attività rilevanti della partecipata. In questo caso tali entità vengono definite entità strutturate. Notiamo che il precedente SIC 12 le definiva *special purpose entities*, volendo quindi enfatizzarne la particolarità di essere state create per assolvere un ben definito obiettivo. L'IFRS 10 non utilizza più questa terminologia.

Il potere sostanziale in tali entità appare avvalorato dai contratti che impongono un rigido controllo sulle attività dell'ente. Potrebbe all'apparenza sembrare che nessuna delle parti abbia potere, ma nella realtà le entità potrebbero essere controllate da una delle parti coinvolte, dunque serve un'accurata analisi per determinare se c'è una parte che detiene il controllo.

Altre fattispecie che possono conferire potere su una partecipata ad un investitore e che quindi vanno eventualmente valutate sono:

- Coinvolgimento e decisioni presi al momento della costituzione della partecipata, inclusi come parte integrante della progettazione di essa.
- Accordi contrattuali stabiliti al momento della costituzione della partecipata.
- Diritti di indirizzare la attività rilevanti che scaturiscono dal verificarsi di determinati eventi.

Dunque, in sintesi, nell'*assessment* del criterio del potere bisogna guardare a:

- ❖ Se i diritti detenuti dall'investitore sono sostanziali o di protezione;
- ❖ Quando un investitore detiene una maggioranza di voti, focalizzarsi sui diritti che potrebbero togliergli il potere;
- ❖ Quando un investitore detiene una minoranza di voti, focalizzarsi sui diritti che potrebbero dargli potere;
- ❖ Quando una partecipata non è diretta dai voti, prestare maggiore attenzione sullo scopo e costituzione della partecipata e su ogni fattore idoneo a determinare se esiste potere.

*RITORNI VARIABILI*¹⁰

Nel determinare se un investitore ha il controllo o meno su una partecipata, si deve stabilire se egli è esposto, o ha diritto, ai ritorni variabili derivanti dalla sua implicazione nella partecipata.

I ritorni variabili sono definiti come ritorni che non sono fissi ed hanno il potenziale di variare, essendo il risultato della performance di una partecipata. Quindi, possono essere positivi, negativi o entrambi. L'ifrs 10 ingloba nella definizione di ritorni variabili varie tipologie di rendimenti, come ad esempio i dividendi, commissioni legate ai risultati di gestione delle attività della partecipata, interessi da titoli di debito, compensi per la gestione delle attività o delle passività della partecipata, variazioni da *fair value* del valore dell'investimento, esposizione derivante dal supporto di credito o di liquidità, benefici fiscali, economie di scala, risparmi in termini di costi, acquisizione di conoscenze proprietarie, accesso alla liquidità futura di un investitore, etc.

La variabilità dei rendimenti è valutata in base alla sostanza degli accordi, indipendentemente dalla forma legale. Ad esempio, potrebbero esservi pagamenti di

¹⁰ *Practical Guide to IFRS, Consolidated Financial statements: redefining control*, PwC 2011.

interessi, che da contratto risultano fissi, ma che nella sostanza potrebbero essere soggetti ad alta variabilità se il rischio di credito è alto.

Sulla tematica dei ritorni variabili sorgono diverse problematiche, quali:

- Il concetto dei ritorni variabili è ampio;
- Determinare se i ritorni sono variabili e se tale variabilità si basa sulla sostanza e non sulla forma legale (ad esempio, i pagamenti di interessi fissi su un'obbligazione, sono variabili perché non verranno pagati in caso di un *credit default*);
- Se l'entità partecipata emette uno strumento verso un'altra entità e nel farlo trasferisce rischio all'altra oppure ne assorbe dall'altra, allora è generalmente non esposta alla variabilità dei ritorni dall'altra entità.

Link tra potere e rendimenti: principal vs. agent

Quando un investitore è un'entità dotata di potere decisionale, per determinare se detiene il controllo su una partecipata, deve stabilire se è un *principal* o un semplice *agent*. Oppure, deve determinare se un altro soggetto, dotato di diritti decisionali, sta operando in qualità di suo agente.

Un agente mandatario è una parte impegnata ad agire per conto di un altro soggetto (*principal*-mandante). Un *principal* può delegare parte o tutta la sua autorità decisionale, riferita ad una partecipata, ad un agente, ma l'agente non controlla la partecipata quando esercita tali poteri delegati per conto del mandatario. I diritti decisionali dell'agente devono essere trattati come se posseduti dal *principal* direttamente, nella valutazione del controllo. Dunque, la relazione tra il decisore e le altre parti coinvolte nella partecipata, devono essere valutate per determinare se il decisore agisce come semplice *agent*. L'IFRS 10 elenca un *set* di fattori specifici da considerare, alcuni sono evidenti, ma la maggioranza sono da discutere e necessitano di essere considerati congiuntamente nella valutazione della relazione complessiva. In particolare, i fattori da valutare sono:

- L'estensione dell'ambito di applicazione della propria autorità decisionale;

- Se e quali sono i diritti detenuti dai terzi coinvolti nella partecipata;
- La retribuzione dell'agente e gli accordi retributivi relativi;
- Se il soggetto detentore di potere decisionali agente è esposto alla variabilità dei ritorni per effetto di altre partecipazioni detenute nella partecipata.

Nel valutare suddetti fattori sarà necessaria una ponderazione per ognuno, in relazione di fatti e circostanze rilevanti.

Dunque, i *key items* fondamentali da analizzare sono:

- Se i diritti sono sostanziali o di protezione
- Un investitore che detiene diritti decisionali deve considerare se sta utilizzando tali diritti per benefici propri (*principal*) o per benefici di altri (*agent*)
- Diritti delegati ad altri: vanno considerati tutti i diritti decisionali detenuti dall'investitore direttamente o dispersi tra altre parti e sottoposti alla sua influenza.

1.2 La perdita del controllo¹¹

Il consolidamento si fonda sul potere di governo detenuto dalla controllante sulla società controllata, pertanto, qualora venga meno questo potere, si perderebbe il presupposto fondamentale su cui si ancora il concetto di consolidamento.

La disciplina sulla perdita del controllo dettata dall'IFRS 10 non è cambiata molto rispetto a quanto dettato dal precedente standard, lo IAS 27.

Le situazioni che portano ad una perdita del controllo possono essere:

- Modificazioni nel possesso partecipativo, ad esempio per vendita di una quota del pacchetto detenuto (modificazione nel livello partecipativo assoluto) o a seguito di

¹¹ *Practical Guide to IFRS, Consolidated Financial statements: redefining control*, PwC 2011.

una diluizione per aumento di capitale sottoscritto da terzi (modificazione nel livello partecipativo relativo);

- In caso di assoggettamento a controllo governativo, amministrativo, giudiziario o derivante da accordo contrattuale;
- Perdita di controllo a seguito di due o più accordi, cd. operazioni multiple.

Qualora si verifichi tale perdita di controllo, la controllante dovrà apportare delle rettifiche al bilancio, quali:

- (a) Stornare le attività, incluso l'eventuale avviamento a titolo oneroso acquisito ed iscritto, e le passività dell'entità controllata, in base ai valori contabili alla data della perdita di controllo;
- (b) Stornare i valori contabili dei *non controlling interest*, ovvero le partecipazioni di minoranza, dal patrimonio netto e dal conto economico;
- (c) Rilevare le partecipazioni precedentemente detenute nella ex controllata al rispettivo *fair value*;
- (d) Rilevare il *fair value* del corrispettivo eventualmente percepito a seguito della perdita del controllo;
- (e) Rilevare differenze risultanti come utile o perdita nel prospetto dell'utile d'esercizio attribuibile alla controllante;
- (f) Riclassificare nel prospetto dell'utile/perdita d'esercizio gli importi classificati nel reddito complessivo.

La perdita del controllo può prevedere una cessione totale o parziale della partecipazione;

Cessione totale

In tale situazione, alla data della dismissione della partecipazione vedremo un'interruzione dell'utilizzo del consolidamento integrale (*consolidation method*) e dunque le azioni per il deconsolidamento che la controllante dovrà mettere in atto sono:

- ✓ Stornare attività e passività della controllata;
- ✓ Stornare dell'eventuale *goodwill* iscritto alla data dell'acquisizione del controllo;

- ✓ Rilevare l'utile conseguente alla dismissione, dato dalla differenza tra il corrispettivo ricevuto dalla dismissione della controllata ed il suo valore contabile alla data di cessione¹².

In particolare, il valore contabile alla data della cessione sarà dato da : valore contabile della controllata (dato dalla differenza tra Attività e Passività, a valori contabili in data di cessione) più l'Avviamento rilevato inizialmente alla data di acquisizione.

*Cessione parziale*¹³

Anche qui, ci sarà un'interruzione del consolidamento integrale, a partire data della cessione, ma in questo caso resta un legame partecipativo tra controllante ed ex-controllata, quindi si dovrà determinare: (i) che tipo di legame partecipativo si è venuto a creare, (ii) valorizzare le partecipazioni residue detenute in precedenza al rispettivo *fair value*, stante alla data della perdita del controllo.

Lo *strandard* ifrs 10 ci elenca le situazioni che possono presentarsi in caso di cessione parziale. La partecipazione residua potrà qualificarsi come:

- Partecipazione in società collegata: si interrompe il consolidamento integrale e si passa al consolidamento con metodo del patrimonio netto (*equity method*);
- Partecipazione in società a controllo congiunto: si interrompe il consolidamento integrale e si potrà scegliere se consolidare col metodo del pro-rata o *equity method*.
- *Financial Asset*: si abbandona il consolidamento integrale e si passa alla valutazione dettata dal nuovo IFRS 9 in materia di attività finanziarie (precedentemente si applicava lo IAS 39). In questo caso vi è un passaggio da quello che viene definito “*active investment*” ad un “*passive investment*”. Nella classificazione dettata fino ad ora dallo IAS 39 – che da quest'anno lascia il posto

¹² IFRS 10, PAR. B 98

¹³ *Practical Guide to IFRS, Consolidated Financial statements: redefining control*, PwC 2011.

all'IFRS 9 – possono dividersi in *trading securities, available for sale, held to maturity*.

Il valore contabile della partecipazione, alla data in cui cessa di essere partecipazione di controllo, è pari al suo *fair value* a tale data. Il *fair value* della partecipazione mantenuta nell'ex-controllata alla data della perdita del controllo (che cessa di essere partecipazione di maggioranza) sarà considerato pari al suo *fair value*, come al momento della rilevazione iniziale di un *financial asset*, in base allo IAS 39/IFRS 9; oppure considerato pari al costo al momento della rilevazione iniziale di una partecipazione in società collegata o in società sottoposta a controllo congiunto.

NUOVO STATUS	NUOVO METODO	PRINCIPIO GUIDA
Società collegata	Equity method	IAS 28
Società a controllo congiunto	Pro-rata o Equity method	IFRS 11/IAS 31
Altro: financial asset	Fair Value	IAS 39/IFRS 9

1.3 Procedure per il consolidamento

Analizziamo ora come avviene il consolidamento. Innanzitutto, diciamo che il bilancio consolidato non è un mero bilancio aggregato, bensì esprime il gruppo come fosse un'unica entità, in particolare vi è un'aggregazione al netto delle rettifiche infragruppo. L'IFRS 10 stabilisce che, nella predisposizione del bilancio consolidato, la capogruppo aggreghi integralmente il proprio bilancio e quello delle sue controllate voce per voce, sommando tra loro i corrispondenti valore dell'attivo, del passivo, del patrimonio netto, dei ricavi e dei costi.¹⁴

¹⁴ IFRS 10, Appendice A.

Per arrivare a questo unico bilancio, si deve:

- Eliminare il valore contabile delle partecipazioni della capogruppo in ciascuna controllata e la corrispondente quota di patrimonio netto di ciascuna controllata; (i valori presi in considerazione per l'eliminazione delle partecipazioni con il patrimonio netto della società controllata sono quelli del momento dell'acquisizione del controllo, secondo quanto esplicito nell'IFRS 3)
- Eliminare gli effetti delle operazioni *intercompany* (crediti e debiti reciproci, proventi e oneri relativi ad operazioni infragruppo, utili e perdite da operazioni infragruppo e relativi a valori compresi nel patrimonio. Questi possono non essere eliminati se irrilevanti, indicandone il motivo in nota integrativa. In particolare, possono non essere eliminati se relativi ad operazioni correnti, concluse a normali condizioni di mercato, se la loro eliminazione comporta costi sproporzionati);
- Identificare nel prospetto di conto economico gli interessi non di controllo nelle controllate consolidate;
- Identificare separatamente nel patrimonio netto gli interessi non di controllo nelle attività nette consolidate.

Le cd. interessenze di terzi sono, secondo quanto dettato dall'IFRS 10 al paragrafo 22:

- Il valore di quelle partecipazioni di minoranza alla data dell'acquisto della partecipazione, calcolato in ossequio a quanto dettato dall'IFRS 3;
- La quota parte delle variazioni di patrimonio netto dalla data dell'aggregazione di pertinenza delle partecipazioni di minoranza.¹⁵

Ovviamente, è fondamentale comprendere l'effettiva area di consolidamento, ovvero determinare quali siano le società su cui la capogruppo esercita una influenza dominante.

Sono varie le teorie del consolidamento, i principi contabili utilizzano la teoria dell'entità, ma non pura. Nell'*equity* si evidenzia separatamente la parte di *equity* e la parte di risultato d'esercizio che compete alle minoranze. Quindi si avrà un patrimonio netto articolato.

¹⁵ IFRS 10 PAR.22

Stessa cosa nel prospetto di conto economico, in cui dovranno essere evidenziati gli interessi non di controllo.

*Il primo consolidamento della partecipazione di controllo: l'acquisition method*¹⁶

Per procedere al primo consolidamento deve essere utilizzato il metodo dell'acquisizione del controllo. Questo metodo prevede che nella contabilizzazione iniziale, nel bilancio consolidato, le attività e le passività della controllata vengano contabilizzate come se fossero state acquisite singolarmente, dunque con un costo di acquisto singolo, determinato alla data dell'acquisizione del controllo. L'IFRS 3 disciplina *l'acquisition method*, il quale è andato a sostituire il precedente *purchase method*. La principale differenza, che deduciamo dai nomi dei due metodi, sta nel fatto che nell'*acquisition method* si prevede un'acquisizione del controllo senza il sostenimento di un costo per l'acquisto.

“Alla data di acquisizione, l'acquirente deve rilevare, separatamente dall'avviamento, le attività acquisite e le passività assunte identificabili e qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita. L'acquirente deve valutare le attività acquisite e le passività assunte identificabili ai rispettivi *fair value* alla data di acquisizione.”¹⁷

Partiamo dalla definizione di *business combination* per esplicitare gli *step* per l'applicazione dell'*acquisition method*, ifrs 3:

Una *business combination* è un'operazione in cui un acquirente acquisisce il controllo di una o più attività aziendali. L'*acquisition method* richiede di:

- a) Identificare l'acquirente, ovvero l'entità che acquisisce il controllo dell'acquisita;
- b) Stabilire la data di acquisizione, ovvero la data in cui l'acquirente ottiene il controllo;
- c) Rilevare e valutare le attività identificabili nell'acquisita, le passività identificabili assunte e le partecipazioni di minoranza che si trovano nell'acquisita.

¹⁶ Fabi, T., materiale fornito nel corso “Principi contabili internazionali”

¹⁷ IFRS 3, par.10 e 18

Per essere considerate tali, attività e passività devono soddisfare le definizioni di attività e passività fornite nel *framework*. Tali attività e passività saranno valutate a *fair value*, alla data di acquisizione. Abbiamo eccezioni di rilevazione per le passività potenziali, eccezioni di rilevazione e valutazione per le imposte sul reddito e benefici per i dipendenti.

- d) Rilevare e valutare l'avviamento, *goodwill*, oppure l'utile derivante da un acquisto vantaggioso, definito *bargain purchase*.

Dunque, l'acquirente, alla data di acquisizione, rileverà l'avviamento valutandolo come l'eccedenza tra:

- la sommatoria del corrispettivo trasferito dall'acquirente, valutato al *fair value*, alla data di acquisizione (si considerano tutte le attività trasferite dall'acquirente ai precedenti soci dell'acquisita, le passività sostenute dall'acquirente per tali soggetti e le interessenze emesse dall'acquirente. Altre forme di corrispettivo sono ad esempio disponibilità liquide, attività aziendali, strumenti rappresentativi di capitale, opzioni, *warrant*, etc.) con l'importo di partecipazioni di minoranza detenute nell'acquisita, al *fair value*.
- Valore netto degli importi, alla data di acquisizione, delle attività identificabili acquisite e delle passività assunte identificabili, al *fair value*.

L'eventuale avviamento verrà allocato alla cd. *cash generating unit* (CGU) o gruppi di CGU.

Sottolineiamo che le attività e le passività identificabili acquisite da considerare, sono solamente quelle per quali è disponibile una attendibile valutazione del rispettivo costo o *fair value*.

Gli interessi non di controllo

I principi contabili, come sappiamo, sono nati inizialmente per il bilancio consolidato, e sono stati poi estesi anche al bilancio societario. Il consolidato esprime il gruppo come fosse un'unica entità. I gruppi di imprese nascono con diverse finalità, obiettivi e logiche di funzionamento. Possiamo classificarli ad esempio secondo il livello di integrazione

strategica (gruppi finanziari e gruppi economici), secondo la tipologia di integrazione economica (gruppi a integrazione verticale, a integrazione orizzontale, conglomerati), secondo la modalità di attuazione della direzione unitaria (gruppi verticali, gruppi orizzontali). Possiamo trovare inoltre gruppi a struttura semplice, in cui abbiamo partecipazioni dirette, e gruppi a struttura complessa, in cui abbiamo partecipazioni dirette e indirette.

Merita menzione il saggio di controllo, che indica i voti che la controllante può esercitare, direttamente o indirettamente, nella controllata. Esso si avvale della proprietà transitiva e fa sì, dunque, che tramite altre società, una società madre faccia rientrare altre controllate nel suo perimetro di consolidamento. Guarda alla sostanzialità della detenzione del controllo, prescinde dal semplice saggio di partecipazione. La leva azionaria fa sì che sfruttando le minoranze si riesca ad esercitare il controllo tramite un investimento inferiore rispetto all'investimento che si dovrebbe fare per una partecipazione di controllo diretto.

*Teorie dei gruppi*¹⁸

Le teorie di consolidamento presuppongono diverse concezioni di gruppo e dunque attribuiscono differenti finalità al bilancio consolidato.

Le teorie dei gruppi e bilancio consolidato sono principalmente tre:

- Teoria dell'entità: il gruppo è considerato come un'unica entità e rileva l'esercizio della direzione unitaria. Stabilisce che se anche se si possiede meno del 100% di un'entità, ma di fatto la si controlla, allora non si deve ragionare in termini proporzionali. Dunque, nel bilancio consolidato dovrò inserire tutto quello su cui detengo influenza dominante. Abbiamo quindi un consolidamento integrale. L'*equity* sarà indistinto, non c'è segnalazione del capitale spettante alle minoranze, e non si distingue tra ciò che è del gruppo e ciò che non lo è, ovvero non rileva la distinzione tra gruppo e terzi. C'è eliminazione integrale degli utili e delle perdite interni.

¹⁸ Di Lazzaro F., materiale fornito durante il corso "Principi contabili internazionali".

- Teoria della proprietà: non inserisce le minoranze, guarda solo alla quota spettante alla società madre. Siamo dunque nel caso di un consolidamento proporzionale. Il gruppo viene considerato come un investimento della capogruppo, non rilevano eventuali saggi di controllo, si guarda solo alle condizioni giuridico-formali. Nel patrimonio netto e nel risultato d'esercizio non verrà inserita la quota spettante a terzi. Vi è eliminazione proporzionale degli utili e delle perdite interni.
- Teoria della capogruppo: la quota spettante a terzi è vista come un passivo ed esce dal perimetro dell'*equity*. Il gruppo viene considerato come un'entità che comprende le imprese legate alla capogruppo. Anche qui rileveranno solo le condizioni giuridico formali. Abbiamo un consolidamento integrale. La parte di *equity* e di risultato d'esercizio spettante a terzi è esposta separatamente, come voce intermedia o passività. Stabilisce un'eliminazione proporzionale degli utili e delle perdite interni.

Nella teoria dell'entità il gruppo è considerato come entità economica unitaria, nella teoria della capogruppo il gruppo è visto come un insieme economico d'estensione rispetto alla capogruppo, nella teoria della proprietà il gruppo ha valore solo con riferimento alla proprietà, cioè negli interessi rappresentati dai soci di riferimento della controllante.

Le diverse teorie nascono perché il perimetro di consolidamento include la capogruppo e le entità controllate indipendentemente dalla quota percentuale di possesso. Dunque, in caso di aggregazioni con partecipazioni di controllo non totalitario, nel consolidato dovranno essere rappresentati anche gli "interessi non di controllo", ovvero delle minoranze, valutati alla data dell'acquisizione. Le diverse teorie spiegano le modalità di rappresentazione nel bilancio consolidato delle attività, passività e interessenze di terzi nel patrimonio delle partecipate.

Il trattamento degli interessi non di controllo nel bilancio consolidato, secondo quanto stabilito dall'IFRS 10, segue le regole per la rappresentazione utilizzato dalla teoria dell'entità.

In particolare, ai paragrafi 22-24 dello standard, si legge che i *non controlling interest*, dunque la quota di pertinenza di terzi, deve essere presentata separatamente nel patrimonio netto consolidato, separatamente dal patrimonio netto spettante agli azionisti della capogruppo. Venendo così a formarsi un *equity* più articolato. Stessa operazione di separazione dovrà presentarsi nel conto economico.

Dato che, al momento dell'acquisizione del controllo, il consolidamento da farsi è integrale, ovvero con rilevazione totale di attività e passività dell'acquisita al *fair value*, senza tener conto della percentuale di controllo effettivamente detenuta, in caso di partecipazione non totalitaria si presenta la necessità di rappresentare nello stato patrimoniale consolidato le interessenze di terzi.

Abbiamo detto che lo IASB ha scelto di seguire la teoria dell'entità per la rappresentazione dei *non controlling interest*, questo non viene detto esplicitamente nello standard ma è deducibile da: (i) il bilancio consolidato deve includere tutte le attività e passività del gruppo; (ii) i *non controlling interest* vengono presentati nel patrimonio netto consolidato separatamente dall'*equity* di pertinenza di gruppo.

Lo standard IFRS 3 propone due opzioni per la rappresentazione dei *non controlling interest* nello stato patrimoniale consolidato:

1. Metodo *partial goodwill*
2. Metodo *full goodwill*

Con il metodo del *partial goodwill*, al momento dell'acquisizione del controllo, si dispone l'iscrizione delle interessenze di terzi in proporzione alla quota parte di *fair value* delle attività e passività acquisite. Dunque, con tale metodologia, si rappresentano in stato patrimoniale consolidato le attività e passività dell'acquisita al loro valore di *fair value*, ma l'eventuale avviamento verrà rappresentato in bilancio solo per l'ammontare pari alla differenza tra il corrispettivo per l'acquisizione ed il *fair value* della quota parte di attività nette. L'avviamento non sarà quindi contabilizzato al suo *fair value* totale.

Passando invece al metodo del *full goodwill*, coerente con la teoria dell'entità, vediamo che esso prevede l'iscrizione delle interessenze di terzi al *fair value* della partecipazione

non di controllo. Dunque, il valore dei *non controlling interest* potrà essere più alto della quota parte di *fair value* delle attività nette, inglobando anche un eventuale avviamento. Di conseguenza, nel consolidato, l'avviamento rappresentato sarà dato dalla somma tra il *goodwill* spettante alla controllante e quello spettante a terzi.

Per quanto riguarda il conto economico consolidato, anche qui vi sarà una separazione: il risultato d'esercizio spettante ai terzi e quello di pertinenza del gruppo. "L'utile o perdita d'esercizio e ciascuna delle altre componenti di conto economico complessivo sono attribuiti ai soci della controllante e alle partecipazioni di minoranza. Il totale conto economico complessivo è attribuito ai soci della controllante e alle partecipazioni di minoranza, anche se questo implica che le partecipazioni di minoranza abbiano un saldo negativo".¹⁹

Il consolidamento negli esercizi successivi al primo

Nei bilanci degli esercizi successivi all'acquisizione del controllo, la società capogruppo dovrà redigere il consolidato utilizzando i valori determinati con *l'acquisition method*.

I principali aspetti da analizzare riguardano:

1. Attività e passività della controllata consolidata;
2. La rappresentazione dei *non controlling interest*.
 1. Come già detto, con *l'acquisition method*, le attività e passività iscritti per la prima volta nel consolidato sono stati valutati al *fair value*. Pertanto, spesso e volentieri, tali valori non sono gli stessi presenti nel bilancio della controllata al momento dell'acquisizione del controllo. Le immobilizzazioni materiali possono avere valori contabili diversi dal loro *fair value*, oppure possono esservi immobilizzazioni immateriali neanche iscritte nel bilancio dell'acquisita ma che invece rilevano, al *fair value*, grazie all'*acquisition method*. Dunque, emergeranno dei disallineamenti tra i valori contabilizzati che si trovano nel bilancio individuale della controllata alla data di acquisizione del controllo e i valori determinati con

¹⁹ IFRS 10, par.B 94

l'acquisition method, al *fair value*. Per gestire tali disallineamenti si dovranno ammortizzare o svalutare i valori iniziali, negli esercizi successivi alla data di acquisizione.

Nel ripristinare il valore iniziale della posta ed effettuando dunque l'ammortamento/svalutazione della posta bisogna tener presente che:

- L'ammortamento/svalutazione del disallineamento dell'anno ha impatto diretto sul conto economico;
- Gli ammortamenti/svalutazioni degli anni precedenti riducono il valore dell'attività cui si riferiscono, ma non hanno impatto sul conto economico.

Ad ogni modo, gli ammortamenti/svalutazioni avvenuti negli anni precedenti (ad esempio per la metà di anno del primo bilancio consolidato dopo l'acquisizione del controllo) hanno avuto un impatto negativo sul risultato economico consolidato e di conseguenza sul patrimonio netto consolidato. Quindi, la somma cumulata di ammortamenti e svalutazioni degli anni precedenti deve andare ad impattare negativamente il patrimonio consolidato, e lo fa mediante una riserva da consolidamento negativa.

2. Per quanto riguarda il trattamento delle interessenze di terzi negli esercizi successivi al primo, esse dovranno sempre essere presentate per la parte di pertinenza nelle attività e passività consolidate. Il *non controlling interest* sarà dato da:
 - Valore dei *non controlling interest* così come determinato secondo l'opzione scelta nell'ifrs 3, alla data di acquisto della partecipazione (*partial vs full goodwill*);
 - Quota di pertinenza di terzi delle variazioni di *equity* della società partecipata, variazioni operanti dalla data di acquisizione.

Come sappiamo, il patrimonio netto della società partecipata può subire variazioni da un esercizio all'altro, ad esempio via reinvestimento degli utili.

CAPITOLO II

IAS 28 *REVISED*

2.1 Ambito di applicazione

Il nuovo IAS 28, definito appunto *revised*, si applica all'esposizione nel bilancio consolidato e separato delle interessenze partecipative di collegamento ed in *joint venture*. Il precedente IAS 28 "partecipazioni in società collegate" ha subito nel tempo svariate modifiche fino ad arrivare al nuovo *standard*, allineato con le novità IASB in tema di consolidato. Lo standard esplicita il metodo da utilizzare nella contabilizzazione, nel bilancio consolidato, delle partecipazioni in virtù delle quali un'entità detiene un'influenza notevole sui processi decisionali di un'entità collegata o in *joint venture*. Lo IASB ha ritenuto che per un'influenza notevole si debba intendere una partecipazione, diretta o indiretta, pari almeno al 20%.

Spieghiamo che per entità collegata s'intende una società, anche priva di personalità giuridica, sulla quale la partecipante detiene un'influenza notevole. Non vi è quindi né un controllo né una partecipazione a controllo congiunto. Ma, sebbene non vi sia controllo, la partecipante è comunque in grado di incidere sulle politiche gestionali della partecipata.

Per controllo congiunto s'intende invece una condivisione del controllo prevista contrattualmente, tramite la quale le decisioni gestionali, strategiche e finanziarie inerenti l'attività in essere richiedono consenso unanime delle parti che condividono suddetto controllo.

Il metodo scelto è l'*equity method* (metodo del patrimonio netto). La scelta di tale metodologia discende dal fatto che essa permette di rappresentare la corresponsabilità della partecipante, e dunque la sua influenza, nella *performance* economica della partecipata. Grazie al metodo del patrimonio netto infatti, nel bilancio consolidato della partecipante, vengono mostrati gli incrementi o decrementi che si verificano nel patrimonio della partecipata, ad opera della gestione e dell'influenza della partecipante.

Ed inoltre, anche i risultati d'esercizio della partecipata si riflettono, solamente per la quota di spettanza, nel conto economico consolidato.

Si è deciso di non optare per un metodo di valutazione basato sul costo perché non avrebbe rappresentato l'andamento della gestione e le modificazioni patrimoniali della partecipata, che solo parzialmente si riflettono nelle politiche dei dividendi.

Lo *standard*, inoltre, stabilisce che in caso di partecipazioni ad influenza notevole detenuta da parte di un fondo di *venture capital* o fondo comune (ed enti assimilabili), la partecipante può optare per una valutazione della partecipazione al *fair value*, in ossequio alle regole dettata dall'IFRS 9.

Ai fini del computo della quota partecipativa che determina influenza dominante, devono essere presi in considerazione anche i diritti di voto potenziali: *warrant*, opzioni, obbligazioni convertibili, etc.

La perdita del collegamento invece, può verificarsi anche senza modifiche sostanziali nel valore assoluto della quota partecipativa detenuta. Lo *standard* evidenzia che il venir meno dell'influenza notevole, e quindi del collegamento, si può realizzare anche nell'eventualità di assoggettamento della società a controllo pubblico o a controllo giudiziario.

Ai fini del computo della quota partecipativa che determina influenza dominante, devono essere presi in considerazione anche i diritti di voto potenziali: *warrant*, opzioni, obbligazioni convertibili, etc..

La perdita del collegamento invece, può verificarsi anche senza modifiche sostanziali nel valore assoluto della quota partecipativa detenuta. Lo *standard* evidenzia che il venir meno dell'influenza notevole, e quindi del collegamento, si può realizzare anche nell'eventualità di assoggettamento della società a controllo pubblico o a controllo giudiziario.

2.2 Metodo del patrimonio netto

Il principio contabile internazionale IAS 28 prevede che per la contabilizzazione nel bilancio consolidato delle partecipazioni in società collegate e *joint venture* si utilizzi il metodo del patrimonio netto.

In particolare, la definizione pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea riporta: “con il metodo del patrimonio netto, la partecipazione in una società collegata ovvero in una *joint venture* è inizialmente rilevata al costo e il valore contabile è aumentato o diminuito per rilevare la quota di pertinenza della partecipante agli utili o alle perdite della partecipata realizzati dopo la data di acquisizione. La quota dell'utile o perdita d'esercizio della partecipata di pertinenza della partecipante è rilevata nell'utile d'esercizio di quest'ultima. I dividendi ricevuti da una partecipata riducono il valore contabile della partecipazione. Rettifiche del valore contabile possono essere necessarie anche a seguito di modifiche nella quota della partecipante nella partecipata, derivanti da variazioni nelle voci del prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo della partecipata. Tali modifiche includono variazioni derivanti dalla di conversione di partite in valuta estera. La quota di pertinenza della partecipante di tali variazioni è rilevata tra le componenti di conto economico complessivo”.²⁰

Pertanto, gli *step* di tale metodologia prevedono:

1. Iscrizione iniziale al costo, esborso per l'acquisizione;
2. Successivamente, le svalutazioni/rivalutazioni del valore della partecipazione rifletteranno il risultato d'esercizio della società partecipata, solo per la quota detenuta. L'incremento o diminuzione di valore dovrà essere riportato anche nel conto economico della partecipante;
3. Gli incrementi o le diminuzioni nel valore della partecipazione, detenuta all'attivo della partecipante, rifletteranno le variazioni di valore dell'*equity* della partecipata.

²⁰ L. 360/72 pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 29/12/2012, IAS 28.

Acquisto partecipazione del 25% di B	B riporta utili pari a 150
<ul style="list-style-type: none"> • Iscrizione al costo d'acquisto = 300 Contabilizzazione all'attivo del consolidato di A	<ul style="list-style-type: none"> • 25% di 150 = 37,5 andranno ad aumentare il valore della partecipazione, che ora passa a 337,5. • Rilevo 37,5 nel conto economico consolidato di A

Lo *standard* prescrive che per l'utilizzo dell'*equity method* devono esservi due condizioni operative:

- ✓ Uniformità delle date dei bilanci della partecipata e della partecipante: devono essere utilizzati i bilanci più recenti temporalmente della partecipata, i quali devono essere stati redatti alla stessa data di bilancio della partecipante. (In caso di mancata uniformità temporale, la partecipata dovrà redigere un bilancio con data di chiusura omogenea a quella della partecipante; in mancanza, sarà possibile utilizzare un bilancio con data diversa, purchè non vi sia una differenza temporale superiore a 3 mesi.);
- ✓ Uniformità dei principi contabili.

1) *Iscrizione iniziale al costo*

Una partecipazione che presenti le condizioni per essere definita di collegamento o sottoposta a controllo congiunto, al momento dell'iscrizione iniziale in bilancio prevede una contabilizzazione al costo, il costo sostenuto per il suo acquisto.

In particolare, dovrà essere calcolata un'eventuale differenza tra:

- Costo di acquisto

- Valore della quota di partecipazione detenuta, calcolata al *fair value* di tutte le attività e passività identificabili nella partecipata.

La differenza, se positiva sarà definita avviamento, se negativa vi sarà un'eccedenza di esborso per l'acquisto. In entrambi i casi, la determinazione di tale valore segue le regole dettate dall'IFRS 3, *business combination*.

Nel dettaglio di una partecipazione di collegamento, tale differenza:

- o In caso sia positiva, tale avviamento non sarà iscritto in bilancio come elemento attivo autonomamente identificabile, bensì dovrà essere incluso nel valore di costo della partecipazione;
- o In caso sia negativa, non andrà in detrazione al valore della partecipazione. Essa finirà nel conto economico, come provento ("buon affare") sommato alla quota d'interessenza della partecipante nel risultato d'esercizio della partecipata. Essa è esclusa dal valore contabile della partecipazione ed è inclusa come provento nella determinazione della quota d'interessenza della partecipante nell'utile o nella perdita della collegata del periodo in cui la partecipazione viene acquisita.²¹

Ad esempio, nel caso la società A acquisti un'interessenza del 30% nella società B e al momento dell'acquisizione si riscontri questa situazione:

- Costo della partecipazione = 2000
- 30% del patrimonio netto a valori contabili = 800
- 30% del patrimonio netto a *fair value* = 900

$$2000 - 900 = 1100 \text{ (goodwill)}$$

L'iscrizione in Stato Patrimoniale consolidato di A della partecipazione sarà al costo di 2000. Dunque l'avviamento, differenza positiva, è stata incorporata nel valore della partecipazione. Non essendovi avviamento identificato separatamente, esso non sarà

²¹ IAS 28, par. 32

sottoposto né ad ammortamento né ad *impairment test*, sarà il valore dell'intera partecipazione di collegamento ad essere sottoposta ad *impairment test*.

Invece, nel caso la società A acquisti una partecipazione di collegamento del 20% in C, e al momento dell'acquisizione avessimo i seguenti valori:

- costo d'acquisto = 850
- 20% del patrimonio netto di C, a valori contabili = 650
- 20% del patrimonio netto di C, a *fair value* = 910

$850 - 910 = -60$ (eccedenza negativa)

L'iscrizione in Stato Patrimoniale consolidato di A sarà al costo di 850.

Il minor valore pagato, pari a 60, potrebbe essere dovuto ad una previsione negativa dell'andamento futuro della partecipata. I 60 andranno a conto economico consolidato di A, come provento, sommato al 20% del risultato d'esercizio della partecipata, nel periodo dell'acquisizione.

2) *Valutazioni successive alla prima iscrizione*

Successivamente all'iscrizione iniziale, l'*equity method* prevede che per la determinazione del valore della partecipazione di collegamento o di controllo congiunto, si debbano considerare separatamente le casistiche che vanno ad impattare sulla consistenza patrimoniale della società partecipata, ovvero principalmente:

- a. Risultato d'esercizio della partecipata;
- b. La partecipata distribuisce dividendi;
- c. Variazioni nel conto economico della partecipata, in particolare nel prospetto definito *other comprehensive income*, il quale impatta direttamente sul Patrimonio Netto della società in questione.

Nei dettagli:

- a. L'utile o perdita della partecipata, sarà rilevato a conto economico della partecipante, per la quota di spettanza detenuta. Ma attenzione alle situazioni che

possono presentarsi, bisogna andare a guardare se al momento dell'iscrizione iniziale al costo vi era stata (i) differenza tra il valore netto contabile della partecipata e il valore netto delle attività e passività al *fair value* e (ii) eccedenza negativa tra il valore del patrimonio netto a valori di *fair value* e il costo d'acquisto.

- In caso di assenza di differenze tra valore netto contabile e valore netto a *fair value*: andrà rilevato il risultato d'esercizio della partecipata a conto economico consolidato della partecipante, per la percentuale detenuta, ed inoltre tale utile/perdita andrà ad adeguare il valore contabile della partecipazione, per lo stesso importo;
- In caso di differenza tra valore netto contabile e valore netto a *fair value*: la rilevazione dell'interessenza del risultato d'esercizio della partecipata dovrà avvenire considerando tali differenze, che solitamente hanno origine da valori di *fair value* di immobilizzazioni superiore al loro valore contabile. Dunque, la rilevazione dell'interessenza dovrà tenere conto dell'effetto derivante ad esempio da un maggior ammortamento dovuto a una valutazione a valori correnti = % di spettanza * (risultato d'esercizio – maggior ammortamento).
- In caso di iscrizione iniziale con eccedenza del patrimonio netto valutato a *fair value* e costo d'acquisto: abbiamo già detto che tale eccedenza verrà contabilizzata in conto economico come provento, dunque se in tale esercizio la partecipata riporta un utile, i due verranno sommati (il secondo per la quota spettante) ed iscritti a conto economico consolidato della partecipante. In caso di perdita della partecipata, l'interessenza di tale perdita rettificherà il valore dell'eccedenza da inserire come provento a conto economico della partecipata.

b. I dividendi distribuiti apportano anch'essi una modifica alla consistenza patrimoniale della partecipata. Lo *standard* chiarisce che, essendo la quota del risultato d'esercizio della partecipata rilevata a conto economico della partecipante indipendentemente da una distribuzione utili, per evitare una

duplicazione, in caso di dividendi ricevuti, essi non andranno a conto economico.

Bensì essi andranno a ridurre il valore contabile della partecipata.

- c. Le variazioni nell'*equity* della partecipata, derivanti da componenti iscritte in *other comprehensive income* (sezione di conto economico che impatta direttamente sul patrimonio netto), dovranno essere rilevate tra le componenti *other comprehensive income* della partecipante (sempre per l'interessenza). Consideriamo un esempio²²:

La società A detiene una partecipazione del 20% in X. Si presentano tali valori:

- Valore contabile della partecipazione, nel periodo considerato = 200
- Nell'esercizio in questione la società X ha riportato una variazione in incremento a patrimonio, derivanti da incrementi netti di attività finanziarie disponibili per la vendita (*available for sale*), rilevati quindi nel suo *Other comprehensive income* = 650
- X nel periodo considerato non ha distribuito dividendi
- L'*equity* di X alla fine dell'esercizio considerato = 1700. Esso comprende l'incremento di riserve dovuto alla valutazione dei *financial asset* non transitata per il conto economico + utile d'esercizio di 50

Si procederà a tale contabilizzazione:

- 1) 20% dell'utile 50 = 10 andrà ad incrementare il valore contabile della partecipazione; inoltre il valore dell'interessenza di utile pari a 10 viene iscritto anche a conto economico consolidato della partecipante A
- 2) 20% dell'incremento delle attività finanziarie iscritto tra i componenti *other comprehensive income* 650 = 130 andrà ad incrementare il valore contabile della partecipazione; inoltre il valore dell'interessenza di *other comprehensive income* viene iscritto anche tra gli *other comprehensive income* di A, quindi nel conto

²² IAS/IFRS 2016 manuale a cura di Dezzani, Biancone, Busso, edizione IV, IPSOA editore.

economico complessivo consolidato di A e di riflesso in un incremento di riserva in patrimonio netto del consolidato di A di pari importo.

Dunque, a fine periodo, il valore della partecipazione sarà pari a $200+10+130= 340$.

CAPITOLO III

ANALISI DI BILANCIO CONSOLIDATO

3.1 L'analisi del bilancio consolidato dei gruppi aziendali

Si è assistito negli ultimi decenni ad un sempre crescente rilievo del fenomeno dei gruppi aziendali. “Per gruppo aziendale s’intende un complesso economico costituito da più società, le quali pur mantenendo inalterata la loro autonomia giuridica, vengono controllate da un medesimo soggetto economico, che, avendo facoltà di prendere le decisioni più opportune per il buon andamento del gruppo, coordina le attività di ognuna secondo un indirizzo unitario, in base cioè ad una strategia comune”.²³

Pur non essendo una prassi, il gruppo è diventato importante caratteristica di ogni grande impresa, per rendere ad esempio più efficiente la catena del valore, implementare economie di scala o di scopo. Le sinergie che si possono creare all’interno di un grande gruppo costituiscono un vantaggio competitivo importante nell’economia globale.

Per valutare la *performance* di gruppo si rende necessaria la redazione del bilancio consolidato di gruppo. L’efficacia informativa del consolidato sta nella sua capacità di esprimere una sintesi di valori, che spesso però sono riferiti a società operanti in settori diversi, con profili di rischio diversi. Una problematica quindi del consolidato sta nell’aggregazione di valori eterogenei, ma è anche vero che si tratta dello strumento in grado di rappresentare al meglio l’integrazione strategica di un gruppo. “Il consolidato acquista maggiore importanza dal momento che ricompone a unità la complessa economia e finanza del gruppo che l’architettura societaria aveva frazionato e talvolta opacizzato”²⁴.

²³ S. Terzani, Il bilancio consolidato, Cedam, 1992, pag. 6

²⁴ Brunetti, Coda, Favotto - Il bilancio consolidato come strumento informativo nell’ottica degli investitori e dei finanziatori: potenziale conoscitivo e limiti, Estaslibri, 1996.

Sebbene l'analisi del consolidato non si discosti dalle logiche seguite nell'analisi del bilancio unico, c'è necessità di tenere in considerazione tre aspetti che influiscono sull'analisi del consolidato, e che inoltre fanno sì che l'interpretazione dei dati sia più articolata e complessa. In particolare:

- la presenza di limitate relazioni causa-effetto²⁵;
- il metodo di consolidamento utilizzato;
- l'omogeneità delle società incluse nel consolidamento, in particolare con riferimento all'attività svolta da ognuna. Essendo l'analisi di bilancio un'indagine il cui *output* principale è una sintesi di valori che provengono da diversi ambiti operativi, le sottostanti relazioni causa-effetto non riescono da essere approfondite, a livello di singola realtà, in tale analisi, perché a livello aggregato perdono valenza significativa.

Infatti prendendo ad esempio la struttura del capitale di una società, è noto che questa sia il frutto di decisioni prese *ad hoc*, in base alla capacità di tale società di sopportare più o meno uno stress da debito, in base alla stabilità del mercato, in base al livello dei tassi di quel Paese in cui è localizzata. Pertanto, un gruppo che opera il consolidamento di società di settori differenti, ognuna delle quali avrà il proprio profilo di rischio, una *capital structure* diversa, un *business model* differente, presenterà nel consolidato una struttura finanziaria che è una mera somma di valori. Cercare correlazioni logiche è difficile e non sempre sussiste un reale collegamento causale.

L'analisi di bilancio svolge principalmente due funzioni:

1. misurare un insieme di *output* riguardanti le varie aree di gestione, per arrivare ad un giudizio completo sull'assetto aziendale;
2. mettere poi in atto misure correttive. Ad esempio nel caso di *cash flow* in sofferenza, può essere il caso di agire su una *working capital optimization*;

²⁵ Marco Fazzini – Analisi di bilancio 2017 - IPSOA

Queste due funzioni, a livello di singola società hanno natura causale: l'analisi ottenuta permette un'azione correttiva conseguente, dunque vi è una stretta relazione causa-effetto.²⁶

Invece, a livello di gruppo, l'analisi di bilancio consolidato perde questa relazione causa-effetto tra *output* ed azione, diventando un'analisi quasi esclusivamente mirata ad una misurazione di valore aggregati. Sembra difficile arrivare ad una lettura degli indici con un'ottica causale. Affinchè i risultati a livello di gruppo possano avere valenza più significativa, serve una omogeneità delle società incluse nel consolidamento, sia per quanto riguarda la diversificazione esistente tra le entità, che quindi sarebbe preferibile se fosse contenuta, sia per quanto riguarda il controllo sostanziale detenuto dalla capogruppo, che deve mirare ad una logica unitaria.

Inoltre, il metodo di consolidamento adottato gioca un ruolo importante, arrivando ad influenzare i risultati dell'analisi del consolidato. In particolare, il trattamento dei *non controlling interest* è uno degli aspetti che maggiormente può impattare sull'analisi. Ed infatti, il patrimonio netto di pertinenza di terzi può essere considerato parte dei mezzi propri o dei mezzi di terzi, in base al metodo di consolidamento utilizzato:

- teoria dell'entità: gli interessi di pertinenza di terzi fanno parte dell'*equity* di gruppo;
- teoria della capogruppo: gli interessi di pertinenza di terzi sono visti come fonti di finanziamento esterne, dunque sono fuori dal patrimonio netto di gruppo.

Riportiamo un esempio²⁷: la società Alfa detiene una partecipazione di controllo del 60% in Beta. Le situazioni contabili delle due società sono riportate nelle tabelle sottostanti. I relativi valori sono stati ottenuti in tal modo:

- attività, passività, ricavi, costi ed interessi finanziari consolidati sono la somma di quelli delle singole società;
- l'utile di minoranza è il 40% del PN di Beta;

²⁶ Marco Fazzini – Analisi di bilancio 2017 - IPSOA

²⁷ Marco Fazzini – Analisi di bilancio 2017 - IPSOA

- il PN di minoranza è il 40% del PN di Beta.

<i>Stato Patrimoniale Alfa</i>			
Attività	2088	Capitale Sociale	630
Partecipazione in Beta	972	Riserve	450
		Utile	360
		PN	1440
		Debiti	1620
Totale	3060	Totale	3060
<i>Stato Patrimoniale Beta</i>			
Attività	5400	Capitale Sociale	1260
		Riserve	360
		Utile	180
		PN	1800
		Debiti	3600
Totale	5400	Totale	5400

<i>Conto Economico Alfa</i>	
Ricavi	3060
Costi Operativi	2538
MON	522
Oneri finanziari	162
Utile ante imposte	360
<i>Conto Economico Beta</i>	
Ricavi	3600
Costi operativi	3060
MON	540
Oneri finanziari	360
Utile ante imposte	180

<i>Stato Patrimoniale Consolidato</i>			
Attività	7488	Capitale Sociale	630
		Riserve	450
		Utile	468
		PN capogruppo	1548
		Netto minoranza	648
		Utile minoranza	72
		PN minoranza	720
		Debiti	5220
Totale	7488	Totale	7488
<i>Conto economico consolidato</i>			
Ricavi	6600		
Costi operativi	5598		
MON	1062		
Oneri finanziari	522		
Utile ante imposte	540		

Andiamo a riportare un prospetto con valori che evidenziano la differenza di trattamento contabile secondo la teoria dell'entità e la teoria della proprietà:

	Teoria dell'entità	Teoria della proprietà
Totale impieghi	7488	7488
PN totale	2268	1548
Fondi di finanziamento esterne	5220	5940
Utile ante imposte	540	468
Margine operativo netto	1062	990

Dunque, secondo la teoria dell'entità il PN è dato dalla somma di quello di Alfa capogruppo e quello della minoranza (1548+720=2268). Invece, secondo la teoria della proprietà è dato solo dal Patrimonio della capogruppo (1548).

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento esterne: la teoria dell'entità vi inserisce solo le passività, mentre la teoria della proprietà somma ad esse il PN della minoranza (5220+720=5940).

L'utile ante imposte: la teoria dell'entità prende un utile unico, quello generato complessivamente (468+72=540). Mentre invece, la teoria della capogruppo riporta separatamente quello spettante al gruppo e quello di pertinenza delle minoranze; ovviamente tale differenza di valore incide anche sul margine operativo netto (540 utile ante imposte +522 oneri finanziari=1062 nella teoria dell'entità) (468+522=990 nella teoria della proprietà).

Pertanto, le differenze di valori dovuti ai due metodi adottati, hanno un impatto anche sugli indici di *performance*. In particolare, con riferimento al ROE:

ROE = Utile / *Shareholder's equity*

- ❖ Con la teoria dell'entità il ROE risulta essere = $540 / 2268 = 24\%$
- ❖ Con la teoria della proprietà il ROE risulta = $468 / 1548 = 30\%$

Una variazione importante, dovuta solamente ad una differenza nel metodo di consolidamento utilizzato.

3.2 La riclassificazione del bilancio consolidato

La riclassificazione del bilancio consolidato segue le stesse logiche utilizzare per quella del bilancio d'esercizio, ma vi saranno alcune poste di bilancio che subiranno un trattamento particolare.

L'analisi di bilancio consolidato predilige per lo Stato Patrimoniale, una riclassificazione che segue una logica finanziaria e funzionale; per il Conto Economico la logica di riclassificazione segue una logica a valore aggiunto²⁸.

Le poste che subiscono un trattamento particolare, in vista della loro importanza nel consolidato, sono:

- Le interessenze di terzi
- Le partecipazioni escluse dal perimetro di consolidamento
- Le eventuali differenze di consolidamento.

I *non controlling interest*, come già esplicitato nei metodi di contabilizzazione, vanno tenuti distinti sia nel conto economico che nello stato patrimoniale, questo perché i principi contabili internazionali prediligono il metodo di consolidamento integrale. Nello stato patrimoniale, troveremo gli interessi di minoranza evidenziati separatamente nell'*equity*, come “patrimonio netto di pertinenza di terzi”, tale posta comprende quota di capitale sociale, riserve e utile spettante ai soci di minoranza. La scelta di un *equity* articolato discende dal fatto che tutte le attività e le passività delle società controllate vengono incluse al 100% (e non per la sola quota detenuta) nel consolidato della controllante, dunque occorre evidenziare la parte di esse che in realtà appartiene alle minoranze.

Allo stesso modo, nel conto economico, il risultato d'esercizio verrà distinto tra “risultato di pertinenza delle minoranze” e “risultato della capogruppo”.

Stato patrimoniale consolidato finanziario²⁹:

IMPIEGHI	FONTI
Attività operative non correnti	Patrimonio netto di gruppo
+Attività finanziarie non correnti	+ Riserva di consolidamento (ITA GAAP)
+Differenza di consolidamento (Avviamento)	+ Patrimonio netto di terzi

²⁸ Analisi di bilancio 2017, Marco Fazzini, IPSOA editore.

²⁹ Analisi di bilancio 2017, Marco Fazzini, IPSOA editore.

+Partecipazioni non consolidate	= PN (A)
+Crediti fin. v/partecipate non consolidate oltre 12 mesi	Passività operative non correnti
+ Crediti com. v/partecipate non consolidate oltre 12 mesi = Attività non correnti (A)	+Passività finanziarie non correnti
Attività operative correnti	+ Fondo di consolidamento per rischi e oneri futuri (ITA GAAP)
+ Attività operative correnti	= Passività non correnti (B)
+ Attività finanziarie correnti	Passività operative correnti
+ Crediti fin. v/partecipate non consolidate entro 12 mesi	+ Passività finanziarie correnti
+ Crediti com. v/partecipate non consolidate entro 12 mesi = Attività correnti (B)	= Passività correnti (C)
Totale impieghi (A+B)	Totale fonti (A+B+C)

Stato Patrimoniale consolidato funzionale³⁰:

IMPIEGHI	FONTI
Attività operative correnti	Patrimonio netto di gruppo
-Passività operative correnti	+ Riserva di consolidamento (ITA GAAP)
=Capitale circolante netto operativo (CCNop)	+ Patrimonio netto di terzi
+Attività operative non correnti	= PN
-Passività operative non correnti	Passività finanziarie correnti
+Differenza di consolidamento	Passività finanziarie non correnti
-Fondo di consolidamento per rischi e oneri futuri	=Totale fonti
+Crediti finanziari v/partecipate non consolidate	
+Crediti commerciali v/partecipate non consolidate	
=Capitale investito netto di gruppo (CINg)	

Conto economico a valore aggiunto³¹:

CONTO ECONOMICO
Valore della produzione
-Costi esterni
=Valore aggiunto
-Costi per il personale
=Margine operativo lordo (MOL)
-Ammortamenti e accantonamenti
=Margine operativo netto (MON)
±Proventi e oneri della gestione finanziaria attiva
+Provento da consolidamento
=Ebit consolidato
±Proventi e oneri da partecipazioni non consolidate

³⁰ Analisi di bilancio 2017, Marco Fazzini, IPSOA editore.

=Ebit di gruppo
-Oneri finanziari
=Risultato ordinario
±Proventi e oneri straordinari
=Risultato ante imposte
-Imposte sul reddito
=Risultato netto di gruppo
-Risultato netto di terzi
=Risultato netto della capogruppo

Le partecipazioni escluse dal perimetro di consolidamento, subiscono uno specifico trattamento nella riclassificazione del bilancio consolidato. In particolare, a livello patrimoniale, vengono tenute separate dalla gestione ordinaria sia tali partecipazioni che le poste contabili afferenti ad esse, ovvero:

1. Partecipazioni non consolidate;
2. Crediti finanziari verso partecipate non consolidate
3. Crediti commerciali verso partecipate non consolidate.

Le poste afferenti tali partecipazioni, essendo appunto escluse dal consolidamento, non subiscono l'elisione tipica di crediti/debiti infragruppo.

Mentre, a livello economico, è opportuno evidenziare gli oneri ed i proventi derivanti da tali partecipazioni, in modo da isolare il loro contributo.

Per quanto riguarda, invece, le voci aventi origine dalle differenze di consolidamento ricordiamo che:

- Alla luce di una differenza positiva si iscriverà tale differenza ad avviamento, quindi nell'attivo tra gli immateriali;
- Alla luce invece di una differenza negativa, se si tratta di uno *IAS adopter*: tale differenza verrà iscritta in conto economico come provento (*bargain purchase*,

buon affare); se si tratta di un OIC *adopter*: verrà imputata o a fondo di consolidamento per rischi e oneri futuri se le attese stimano risultati futuri negativi, o a riserva di consolidamento se si ritiene che tale differenza sia semplicemente dovuta ad un buon affare.

Indici di integrazione

Gli indici di integrazione mostrano, quantitativamente, il grado di coesione finanziaria ed economica esistente tra le imprese di un gruppo aziendale. Tali indici evidenziano l'intensità dei legami, confrontando le rettifiche di consolidamento col totale dei valori aggregati³².

- Indice di integrazione patrimoniale = Tot. rettifiche di consolidamento su componenti patrimoniali / Tot. valori dello SP aggregato
- Indice di integrazione reddituale = Tot. rettifiche di consolidamento su componenti reddituali / Tot. dei valori del CE aggregato

Com'è ovvio, questi indicatori possono essere calcolati solamente disponendo delle informazioni riguardanti le rettifiche di consolidamento, quindi è un tipo di indagine che possiamo definire interna.

I due indici in questione, possono essere scomposti nelle componenti più elementari, per mostrare l'entità dei rapporti commerciali o finanziari intervenuti *intercompany*.

Analisi di liquidità

In generale, l'analisi della liquidità ha come scopo comprendere se la società è in grado o meno di far fronte ai debiti a breve termine mediante *working capital* (*cash* e *cash equivalents*, crediti, inventario). È facile intuire che sia più difficoltoso comprendere la capacità liquida di un gruppo di aziende, soprattutto in casi di settori di appartenenza eterogenei, che spesso vantano capitali circolanti con necessità diverse.

³² Cfr. Prencipe, Tettamanzi – Bilancio consolidato

Un'analisi della liquidità a livello consolidato, assume maggior rilievo nel caso in cui la capogruppo funga anche da tesoriere del gruppo, e dunque in questo caso la liquidità generata e assorbita dalle società consolidate ha un impatto significativo sulla liquidità aggregata. L'analisi della liquidità può essere svolta:

- A livello statico
- A livello dinamico

Analisi statica della liquidità

L'analisi statica della liquidità avviene tramite utilizzo di margini e indici. Questi, si basano su una riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo una logica finanziaria. Eccone alcuni:

Margine di tesoreria di gruppo e indice di liquidità

- Margine di tesoreria di gruppo = Attività correnti - Rimanenze - Passività correnti

Ci mostra la capacità del gruppo di far fronte agli impegni a breve termine, mediante liquidità immediata (generalmente conosciuta come "cassa e banca") e liquidità differita (crediti).

- Indice di liquidità = $(\text{Attività correnti} - \text{Rimanenze}) / \text{Passività correnti}$

Questo indice è correlato al margine di tesoreria di gruppo, confronta le attività correnti nette di rimanenze con le passività correnti. Esprime quante volte le attività correnti siano maggiori o minori delle passività correnti. Dunque, se il rapporto è >1 allora la capacità del gruppo è positiva, in caso sia <1 allora il gruppo ha difficoltà a far fronte agli impegni a breve termine.

Capitale circolante netto di gruppo e indice di disponibilità

- CCNg = Attività correnti - Passività correnti

Evidenzia anch'esso se un gruppo sia o meno in grado, tramite attività correnti, di far fronte agli impegni a breve termine.

- $\text{Indice di disponibilità} = \text{Attività correnti} / \text{Passività correnti}$

Se il rapporto è maggiore di 1, il gruppo gode di una sana liquidità a breve, in grado di fronteggiare debiti correnti.

Incidenza della liquidità di gruppo sugli investimenti

$(\text{Disponibilità liquide} / \text{Totale attività})$

Il rapporto mostra la quota percentuale di attività immobilizzate sotto forma di liquidità (ad esempio *cash*, attività finanziarie a breve).

Coverage del ciclo commerciale di gruppo

$\text{Disponibilità liquide} / \text{CCNop}$

L'indice confronta le disponibilità liquide col capitale circolante netto operativo, ovviamente al netto dei debiti e crediti infragruppo. Il rapporto mostra un confronto tra liquidità realizzata e potenziale.

Coverage dei ricavi di gruppo

$\text{Disponibilità liquide} / \text{Ricavi netti}$

Il rapporto mostra quanta parte dei ricavi operativi generati dal gruppo, si trasforma in liquidità disponibile.

Intensità dei debiti finanziari a breve di gruppo

$\text{Debiti finanziari a breve} / \text{Ricavi netti (al netto di sconti e abbuoni)}$

Il rapporto mostra il livello debitorio a breve termine del gruppo necessario per conseguire un certo livello di fatturato. Il reciproco esprime un indice di rotazione, che mostra quante volte il gruppo è in grado di ripagare i debiti a breve mediante i ricavi operativi.

Analisi dinamica della liquidità

L'analisi dinamica della liquidità parte dall'analisi del *cash flow statement* (rendiconto finanziario). Tramite esso si analizzano i flussi di cassa generati o assorbiti, divisi per

gestione caratteristica, gestione investimenti, gestione finanziaria. In particolare, a livello consolidato, la *cash flow statement analysis* può concentrarsi su due dimensioni:

1. A livello di singole entità;
2. A livello di gruppo

Nel primo tipo di analisi, a livello di singole società appartenenti al gruppo, si analizza il rendiconto di ognuna di esse e si guarda al contributo di ciascuna alla liquidità del gruppo. C'è da considerare l'inquinamento informativo dovuto ai rapporti infrasocietari, che si riflettono inevitabilmente nei rendiconti finanziari di ogni società del gruppo, ma al tempo stesso è possibile acquisire informazioni utili a comprendere la capacità delle singole entità di operare in condizioni di equilibrio finanziario.

L'analisi di un rendiconto finanziario comincia dal *cash from operations*, il quale (nel metodo indiretto) parte dal *net income*, rettificandolo per le effettive uscite/entrate di cassa. Dunque tipicamente:

<i>Net income</i>
<i>+non cash expenses (depreciation, amortization)</i>
<i>+Δ non cash operating current liabilities (A/P, i/P)</i>
<i>-Δ non cash operating current assets (Inv.,A/R)</i>
<i>+/- non operating loss or gain</i>
<i>= Cash flow from operating activities</i>

Se il flusso di cassa operativo risulta negativo, in gergo si dice sia una chiara *red flag*. Potrebbe esservi un problema di cattiva ottimizzazione del capitale circolante.

Si passa poi alla sezione investimenti:

<i>+Sales of PPE</i>
<i>-Purchase of equipment</i>
<i>-Purchase of marketable securities</i>
<i>+Proceeds from sale of marketable securities</i>

- <i>Payments for acquisition of intangibles</i>
- <i>Payment of loan</i>
= <i>Cash flow from investing activities</i>

Il flusso di cassa da attività d'investimento è solitamente negativo, il che vuol dire che la società è attiva nel fare investimenti, ad esempio per la crescita interna. Al contrario, se mostra segno positivo, la società è probabilmente già matura e non necessita di spese in ulteriori investimenti.

Passando all'ultimo flusso: il *cash flow from financing*: un esempio di voci tipiche

+ <i>Stock issuance</i>
- <i>Dividends paid</i>
- <i>Bond retirement</i>
- <i>Payments of bond</i>
= <i>Cash flow from financing activities</i>

Il flusso di cassa derivante dalle attività finanziarie ci permette di capire come la società sta utilizzando la ricchezza generata. Ovvero: distribuendo dividendi o reinvestendo gli utili nella crescita.

Nel caso in cui il *cash from operations* risulti inferiore al *cash from financing*, saremmo nel caso di una società che ha bisogno di risorse per finanziarsi, ad esempio tramite emissione azioni o nuovo debito.

A livello invece consolidato, e quindi di gruppo, è possibile costruire un rendiconto finanziario. Le logiche sono le stesse che si applicano agli altri *statements*, e quindi di elisione delle operazioni, utili/perdite infragruppo. Queste elisioni permettono di mettere in ombra gli effetti della liquidità generata all'interno del gruppo e capire il gruppo nel suo insieme se si trova in condizioni di equilibrio o meno, per quanto riguarda la liquidità. Nel caso però, la società capogruppo svolga la funzione accentrata di tesoreria, allora le

dinamiche di liquidità del gruppo nel rendiconto finanziario consolidato potrebbero risultare falsate.

Analisi della solidità e rapporto di indebitamento

L'analisi di solidità valuta il grado di dipendenza del gruppo da finanziamenti dall'esterno. In particolare, il rapporto mostra il grado di dipendenza rispetto ai mezzi propri. Ricordiamo che l'indice può variare anche in base al trattamento del patrimonio netto di pertinenza di terzi, che a seconda del metodo di consolidamento scelto, altera questo rapporto. Infatti, la teoria dell'entità tratta i *non controlling interest* come parte del patrimonio di gruppo, dunque fa aumentare i mezzi propri e diminuire il rapporto mezzi di terzi / mezzi propri.

- Rapporto di indebitamento = D/PN

Dove D sono i debiti finanziari esterni, PN è il patrimonio netto totale.

- $D / (PN_{cap} + PN_{min})$ (esprime al meglio il trattamento degli interessi di minoranza nella teoria dell'entità)

Dove al denominatore troviamo il patrimonio netto di pertinenza della capogruppo ed il patrimonio netto di pertinenza delle minoranze.

Mentre invece, stando al trattamento degli interessi di terzi nella teoria della capogruppo, l'indice diventa:

- Rapporto di indebitamento: = $(D + PN_{min}) / PN_{cap}$

Questo perché nella teoria della capogruppo gli interessi di minoranza sono visti come finanziamenti esterni, perché limitano il controllo pieno esercitabile dalla capogruppo.

L'indice di indebitamento esprime quanto le fonti esterne (mezzi di terzi) siano superiori o inferiore al capitale proprio. In caso risulti >1 allora i mezzi di terzi sono superiori alle fonti di finanziamento interne.

Il rapporto di indebitamento può anche essere scomposto e riformulato in tal modo³³:

Rapporto di indebitamento:

$$(D+PN_{\min})/PN_{\text{cap}}=(D/PN_{\text{cap}})+(PN_{\min}/PN_{\text{cap}})$$

Il primo termine della scomposizione mostra il peso dei debiti finanziari sul livello di indebitamento complessivo, e prende il nome di leva creditizia. Il secondo termine della scomposizione indica il livello del patrimonio netto di terzi rispetto al patrimonio della capogruppo (in tal caso intendendo gli interessi di terzi come fonte esterna), prende il nome di leva azionaria.

La leva azionaria agisce come un moltiplicatore³⁴, infatti:

In assenza di interessi di terzi, il patrimonio netto totale e quello della capogruppo ovviamente vanno a coincidere: $PN_{\text{tot.}}/PN_{\text{cap}} = 1$

In presenza di minoranze, l'*equity* totale è pari alla somma del patrimonio netto della capogruppo PN_{cap} e del patrimonio netto della minoranza PN_{\min} . La formula che si ottiene è la seguente: $PN/PN_{\text{cap}}=$

$$(PN_{\text{cap}}+PN_{\min})/PN_{\text{cap}}=(PN_{\text{cap}}/PN_{\text{cap}})+(PN_{\min}/PN_{\text{cap}})=1+(PN_{\min}/PN_{\text{cap}})$$

Se non vi sono interessenze di terzi, il valore dell'equazione risulta essere pari ad 1. Al contrario, in presenza di minoranze, il moltiplicatore cresce di un valore pari al rapporto tra il patrimonio di minoranza e quello della capogruppo.

Analisi reddituale

L'analisi reddituale di gruppo si focalizza sul conto economico consolidato, per verificare la capacità del gruppo di produrre redditi che siano sufficienti a coprire i costi e a generare ricavi. Tali profitti devono remunerare adeguatamente il capitale investito, altrimenti il gruppo non gode di un buon equilibrio reddituale consolidato. Nello specifico alcuni indici reddituali principali:

³³ Analisi di bilancio 2017, Marco Fazzini, IPSOA editore

³⁴ F. Di Lazzaro, le leve del profitto nelle imprese e nei gruppi, Giuffrè, 1997

ROE di gruppo = *Net income* a livello di gruppo / *Equity*

Il ROE è l'indice che mostra il ritorno per gli azionisti, della *performance* reddituale. Essendovi nel consolidato due categorie di reddito e di patrimonio (della capogruppo e delle minoranze), il ROE può essere anche così definito:

ROE = Risultato netto della capogruppo/PN della capogruppo

Andando a rielaborarlo con la nozione di leva azionaria:

$ROE_{cap} = (RN_{cap}/PN_{cap}) = (RN/PN) * (PN/PN_{cap}) * (RN_{cap}/RN) =$

$ROE * (1 + PN_{min}/PN_{cap}) * RN_{cap}/RN$

Il ROE_{cap} dipende da tre fattori³⁵:

1. ROE complessivo a livello di gruppo;
2. Leva azionaria;
3. Rapporto tra risultato netto della capogruppo e risultato netto complessivo di gruppo³⁶.

Il terzo fattore mette in luce le scelte di investimento della capogruppo, in particolare, se il suo rapporto risulta superiore ad 1, la capogruppo attua politiche di leva azionaria atte a concentrare i propri investimenti nel capitale di rischio delle imprese del gruppo più redditizie, cercando invece di minimizzare i propri saggi di interessenza (facendo quindi ricorso maggiore a capitale di terzi) nelle imprese meno redditizie³⁷. Un esempio³⁸ chiarisce questo concetto:

- Alfa detiene una partecipazione dell'80% nella società Gamma e del 20% in Beta
- Beta è in perdita, con risultato d'esercizio pari a -200
- Gamma è redditizia, con utile di +600

³⁵ Analisi di bilancio 2017, Marco Azzini, IPSOA editore

³⁶ L'analisi del bilancio consolidato, 2016, Giunta Pisani

³⁷ Bilancio consolidato, Prencipe Tettamanzi

³⁸ L'analisi del bilancio consolidato, 2016, Giunta Pisani

- Il PN di Alfa è 7000
- Il PN di beta è 2500
- Il PN di gamma è 4000

Nello stato patrimoniale consolidato di Alfa troveremo:

- PNcap 7000
- Risultato della capogruppo $(0.8*600+0.2*-200)=440$
- PNmin 3700

Calcolando il ROE avremo:

$$\text{ROEcap} = 440/7000 = 6\%$$

$$\text{ROE gruppo} = (440-40)/(7000+3700) = 4\%$$

$$\text{Leva azionaria} = (7000+3700)/7000 = 1.53$$

$$\text{Risultato netto capogruppo} / \text{Risultato netto} = 440 / (440-40) = 1.10$$

$$\text{ROEcap} = 4\% * 1.53 * 1.10 = 6\%$$

Come spiegato in precedenza, il valore superiore all'1 è legato al fatto che il risultato netto consolidato è prodotto per lo più dalla società dove è maggiore il rapporto partecipativo, qui Gamma, mentre nella società in perdita Beta la presenza di minoranze è maggiore.

Il **ROA di gruppo** mostra quanto sono state profittevoli tutte le attività detenute dall'azienda, dunque la capacità della società nel creare valore attraverso gli asset detenuti. È dato dal rapporto tra il margine operativo netto e il totale delle attività.

$$\text{ROA} = \text{MON} / \text{Totale attività consolidate}$$

Proprio perché al denominatore troviamo *total assets*, è un indicatore influenzato dal metodo di consolidamento scelto. In particolare, con l'*equity method* al denominatore avremo solamente le attività della partecipante, e non anche le attività delle società partecipate. Mentre invece, nel metodo integrale, al denominatore di tale indice troveremo sia le attività della capogruppo che tutte le attività (100%) delle sue controllate. È chiaro

dunque che a seconda del metodo scelto, una società risulterà nettamente meno profittevole di un'altra solo per questa differenza contabile.

Il **ROIC di gruppo** è un indicatore di *performance* altamente apprezzato perché ci fornisce indicazioni sulla capacità di creazione di valore di una società, o di un gruppo di società. Esso misura la capacità della società nell'utilizzare il capitale investito per generare profitti.

$ROIC$ (*return on invested capital*) = $NOPAT / average\ IC$

Il $NOPAT$ (*net operating profit after taxes*) è il *reward* per gli investitori, mentre l'IC sono i fondi netti investiti appunto dagli investitori (*creditors – such as longterm bonds, amounts owed to lease holders; equity holders – initial investment plus reinvested capital*). L'*Invested Capital* (IC) viene definito *net fund provided by creditors and equity investors* (al netto del *cash and cash equivalents*). Esso, da un punto di vista operativo e non finanziario, corrisponde al NOA (*net operating assets = operating assets – operating liabilities*).

- $NOPAT = Net\ income + Net\ financial\ expenses\ after\ taxes = EBIT - operating\ tax\ expenses.$
- $IC \equiv NOA$, dove $IC = Net\ Debt + Shareholder's\ Equity$; $NOA = Op\ Assets - Op\ Liabilities.$

Anche il ROIC, così come il ROA, risente del metodo di consolidamento scelto. Questo perché in caso di metodo di consolidamento integrale, esso farà risultare la società controllante meno *profitable*, dato il maggior peso al denominatore dovuto all'iscrizione anche delle attività delle società controllate.

CAPITOLO IV

SPINOFF, IL CASO PEPSI

4.1 Spinoff: definizioni tratti caratteristici ed effetto annuncio

Lo *spinoff* rientra tra le attività di *corporate restructuring*, e tra le varie rappresenta una delle operazioni di maggior interesse, con forte valenza strategica. L'importanza delle strategie di *spinoff*, è avvalorata dai risultati di *performance* e *value creation* della società che ne è interessata. Infatti, lo *spinoff* è accompagnato spesso da un miglioramento della *performance* e conseguentemente da un aumento del valore per gli azionisti³⁹. Uno *spinoff* prevede la creazione di una società indipendente, mediante la vendita o la distribuzione di nuove azioni, di un *business* esistente o di una divisione di una società controllante. Esso è un tipo di disinvestimento, un processo di ristrutturazione aziendale.

In un'operazione di *spin-off*, una parte o l'intera attività di un'entità, detta capogruppo (*parent company*) viene scorporata in una società separata ed indipendente. Le azioni della società definita *spin-off* vengono distribuite agli azionisti esistenti. Un tratto distintivo di questa operazioni di disinvestimento è l'assoluta mancanza di un flusso di cassa in entrata, né per la *parent* né per la nuova entità.

La procedura di *spinoff* generalmente prevede che, dopo la decisione della *parent* di disinvestire, si cominci con la preparazione di un *work plan*, nel quale si forniscono informazioni dettagliate sugli *steps* che porteranno al completamento del disinvestimento. Nel piano si inseriscono i *projected dates* per ogni fase nonché le parte responsabili per il completamento, nei tempi stabiliti, di ogni *step*. Lo *spinoff* implica la preparazione di un piano di riorganizzazione, il quale serve come accordo tra la *parent* e la *subsidiary* da disinvestire. In seguito, gli amministratori di entrambe le società dovranno approvare tale piano, affinché questo proceda. Il piano di ristrutturazione deve includere informazioni sulla relazione esistente tra la madre e la figlia durante e dopo il processo di

³⁹ Lee e Mahajan, 2010

disinvestimento, ed indicare nei dettagli le attività e passività che si trasferiscono da una società ad un'altra. Il piano deve certamente includere informazioni relative al numero di azioni da distribuire, dati chiave per la distribuzione ed il pagamento.

Generalmente, gli azionisti della società madre ricevono un *outline* del piano e una copia dell'*agreement* in quello che viene definito *proxy statement*, il quale li informa del *meeting* in cui voteranno l'approvazione del piano. Il *proxy statement* ed il prospetto per il piano di riorganizzazione forniscono i bilanci con stato patrimoniale e conto economico, sia della madre che della figlia. I bilanci mostrano come attività e passività saranno divisi tra le due società⁴⁰. La società madre inoltre, deve preparare un *registration statement*, nel quale vanno indicate le azioni da distribuire nello *spin-off*.

Spesso e volentieri le *parent companies* mettono in atto un disinvestimento per incrementare il valore, sia della *parent* che della *subsidiary*. Tuttavia, diversi studi in materia hanno riportato risultati differenti. Ad esempio, gli studi condotti dalla società Oppenheimer and co. indicano che le società beneficiano di un aumento del loro valore al momento dell'annuncio dello *spin-off*, ma che questo aumento di valore poi si stagna o addirittura diminuisce sul lungo periodo. In uno studio condotto da Constantinos Markides nel 1995, "*Diversification, Refocusing and Economic Performance*", gli annunci di *spin-off* sono accompagnati da un aumento nei rendimenti azionari, in particolare di società altamente diversificate o non profittevoli. In un altro studio, condotto da Robert Comment e Gregg Jarrell, nel 1995, le società interessate da disinvestimento performavano del 7% meglio rispetto a società che, nello stesso periodo, diversificavano.

Tuttavia, altri studi invece riportano una visione differente degli effetti di un'operazione di *spin-off*. Una ricerca condotta tramite un "*clarus research performance database*" studiò gli *spinoffs* delle 500 più grandi compagnie tra il 1996 ed il 1998, indicando che le società interessate da disinvestimento tendevano a performare meno bene, di circa il 17% in meno, due anni dopo l'annuncio di disinvestimento. Tale studio voleva suggerire che lo *spinoff* di una *subsidiary* non porta automaticamente in un aumento del valore. La

40 Pearson M., "*Spinoffs: breaking up is hard to do*"

ricerca rivelava che le società il cui valore davvero aumentava, avevano implementato una ristrutturazione e iniziative di rifocalizzazione, in aggiunta allo *spinoff*.

Gli *spin-off* permettono di rafforzare il focus strategico e di liberare valore economico di imprese altamente diversificate. Infatti, la letteratura manageriale⁴¹, ha designato due determinanti principali di *value creation* nelle operazioni di *spinoff*:

1. Risoluzione conflitti di agenzia;
2. Rifocalizzazione sul *core business*.

In ottica di conflitti di agenzia: il disinvestimento viene visto come un'operazione che permette una riduzione dei costi di monitoraggio delle attività gestite e svolte dagli amministratori, per gli *shareholder*. Questo perché semplificando la struttura societaria, diminuiscono anche i costi di raccolta delle informazioni e incrementano le interazioni tra *shareholder* ed amministratori.

In ottica di *focus* sul *core business*: imprese eccessivamente diversificate si ritiene beneficiano da un disinvestimento, riducendosi le inefficienze manageriali ed operative. Negli studi empirici condotti da Markides, Desai e Jain, è stato dimostrato che le dismissioni di *business* non correlati assicurino maggiori benefici.

Dunque, nell'ambito delle strategie di ristrutturazione, il disinvestimento è un'operazione tipicamente volta al miglioramento della *performance* aziendale, mediante una modifica della struttura strategica e proprietaria. Tra le altre operazioni di disinvestimento sono note anche il *sell-off* ed il *curve out*.

Le operazioni di disinvestimento presentano elevata opacità⁴², data l'incertezza delle leve di *value creation*. Questo perché le opportunità migliorative in termini ad esempio di efficienza possono riguardare il miglior utilizzo di risorse aziendali, annullamento di sinergie negative derivanti da diversificazioni non correlate. Altro miglioramento può essere dovuto ad un aumento della trasparenza delle informazioni a disposizione degli

⁴¹ Lee e Maharani, 2010. Moscheri e Mari, 2008. Baccarini e Brunetti 1997.

⁴² Bravure e Iersera, 2012

investitori esterni, potendo essi *post* disinvestimento comprendere meglio la generazione di valore della società. Essendo appunto eterogenee le varie possibili fonti di creazione di valore, è difficile identificare e quantificare i benefici effettivi derivanti da un disinvestimento. L'esistente relazione tra *spinoff* e *performance* è, ed è stato oggetto di numerosi studi, ma ancora oggi non è del tutto chiaro il segno di questa relazione. Le misure di *performance* più utilizzate in tali studi annoverano ROE, ROA e ROI in prima fila, quindi misure di *performance* contabili. L'analisi svolta nel 1988 da Montgomery e Thomas, su un campione di 68 operazioni di disinvestimento avvenute tra il 1976 ed il 1979, ha riportato che, a parità di altre condizioni, un'operazione di disinvestimento determina un aumento del ROA.

La *performance* degli *spinoff* è stata valutata anche attraverso indicatori di mercato, basati sull'assunzione della perfetta efficienza dei mercati. L'approccio maggiormente utilizzato negli studi di *management* ha visto la tecnica degli *event study*: analisi della reazione dei mercati agli annunci di disinvestimento – *cumulative abnormal return* (CAR). Markides, 1992, nell'ambito di tali studi, ha osservato un risultato sistematicamente positivo dell'investimento, in particolare per le imprese eccessivamente diversificate. Anche Veld e Veld-Markoulova, 2009, nei loro studi hanno evidenziato un ritorno positivo sui mercati, in riferimento ad un campione di operazioni di disinvestimento negli USA.

Peruffo, nel 2014, ha anch'egli confermato che la reazione dei mercati all'annuncio di *spinoff* è positiva.

Sebbene un'operazione di disinvestimento di questo tipo non produca, nell'immediato, alcun flusso di cassa in entrata per l'ex-controllante o altri benefici economici, un suo annuncio è valutato positivamente nei mercati borsistici.

In un mercato perfetto e completo, l'annuncio di questo tipo di operazione non dovrebbe andare ad alterare il valore della società, a meno che gli investitori non si aspettino benefici futuri, in termini di flussi di cassa positivi in entrata, derivanti dall'eliminazione di sinergie negative tra *parent company* ed ex-controllata.

Eppure, anche laddove non ci aspetti benefici futuri, un annuncio di disinvestimento può produrre un aumento del valore della società, dovuto all'incompletezza dei mercati.

Molti studiosi hanno osservato che in corrispondenza degli annunci di *spinoff* si sono riscontrati rendimenti anomali positivi maggiori, in particolare nei casi di:

- *Spinoff* di grandi dimensioni⁴³;
- *spinoff* con scopo di migliorare l'*industrial focus*;
- esistenza di forte asimmetria informativa tra il *management* della società e gli investitori⁴⁴;
- *spinoff* eseguiti per facilitare future operazioni di m&a⁴⁵.

L'analisi dell'effetto di un annuncio di disinvestimento, sui rendimenti della società, avviene tramite il menzionato *event study*, un metodo di analisi statistica del comportamento di una serie storica, solitamente dei rendimenti dei titoli azionari, che valuta l'impatto di un evento sul valore di una società. Esso, mediante un'analisi diretta dei rendimenti azionari post e pre annuncio, individua e valuta i comportamenti anomali derivanti dalla nuova informazione. L'analisi è volta a verificare l'esistenza di un *abnormal return* nei titoli della società che mette in atto lo *spin-off*. L'*abnormal return* prevede la determinazione del rendimento normale dell'azione, mediante il CAPM (*capital asset pricing model*). Tramite il CAPM, il rendimento normale di un titolo viene stimato in tal modo:

$$R_{\text{titolo}} = \alpha + \beta R_{\text{mercato}} + \varepsilon$$

Dove:

- R_{titolo} è il rendimento normale dell'azione della società interessata da *spinoff*;
- R_{mercato} è il rendimento del mercato nazionale del settore di appartenenza della società;
- α rappresenta la componente idiosincratICA dell'azione;

⁴³ Veld e Veld-Merkoulova 2009

⁴⁴ Chemmaur e Liu, 2010

⁴⁵ Cusatis, Miles E Woolridge, 1993

- β è il coefficiente beta del titolo, il quale misura il comportamento del titolo rispetto al mercato;
- ε è l'errore casuale insito del modello.

Nei maggiori studi empirici, i parametri di mercato α e β sono stimati tramite il *Market Model* di Sharpe, attraverso una regressione *Ordinary Least Square* lungo un *estimation period* di 252 giorni di mercato, antecedenti l'*event window*⁴⁶. In tali studi si è scelto di considerare *event window* antecedenti alla diffusione della nuova informazione in modo da capire se essa abbia prodotto un effetto anomalo già prima della sua diffusione, quindi nel caso in cui il mercato sia stato in grado di anticiparla. Allo stesso modo invece, *event window* successivi alla diffusione permettono di valutare la reazione dei mercati post annuncio.

Negli *eventi study* vengono stabiliti *event window* antecedenti e successivi.

In ogni *event period*, viene calcolato l'*abnormal return* del titolo e fatta una media degli *abnormal return* di ogni giorno. Sommando tutti gli *abnormal return* giornalieri si determinano i *cumulated abnormal return* (CAR). Diversi studi hanno evidenziato un sostanziale incremento della varianza degli *abnormal return* nei giorni prossimi all'evento, e quindi per effetto dello stesso.

- AR = ritorno dell'azione nel giorno stabilito (pre o post annuncio) – ritorno che avrebbe dovuto dare secondo un modello CAPM (ritorno normale). $AR = \text{ritorno nel giorno dell'azione} - \alpha - \beta$.
- CAR *cumulative abnormal return* = somma di tutti gli AR di ogni giorno, contenuto nell'*event period*. Negli studi principali si utilizzano periodi di 3, 5 o 10 giorni, per capire in quanti giorni la notizia viene assorbita dal mercato, guardando in quei giorni l'azione quanto rende di più o di meno rispetto a quanto avrebbe dovuto rendere secondo le regole di mercato CAPM.

⁴⁶ Beitel, Schiereck e Wahrenburg, 2004

Gli studiosi Cummins e Weiss hanno evidenziato come in vari studi sia stato documentato un sostanziale incremento della varianza dei ritorni anomali nelle giornate più prossime alla data dell'evento di disinvestimento.

Negli studi di Veld e Veld-Merkoulova del 2014, i CAR medi stimati in diversi *event window* (finestre temporali precedenti e successive alle date dell'annuncio), in riferimento alle operazioni di disinvestimento il cui annuncio veniva pubblicato sul *Wall Street Journal*, sono positivi, soprattutto attorno alla data dell'annuncio, mentre si arrestano su valori normali nei giorni post annuncio.

Secondo gli studi di Gao e Oler, del 2011, i rendimenti di una società interessata da disinvestimento, sono influenzati dai *rumors*: nel caso in cui l'operazione sia stata oggetto di *rumors*, gli *abnormal return AR* sono risultati in media positivi in tutti gli archi temporali presi a riferimento, anche in quelle successive all'annuncio. Questo effetto sembra ancora più amplificato per le operazioni di disinvestimento il cui annuncio è stato pubblicato sul *Wall Street Journal*.

I risultati degli studi condotti da Johnson nel 2005, evidenziano che le testate giornalistiche di maggior conoscenza influenzano i corsi azionari, la pubblicazione della notizia di disinvestimento ancora allorquando ne sia già stato dato l'annuncio e quindi non fornisca alcuna nuova informazione, crea valore per gli azionisti.

In sintesi, nella maggior parte degli studi, l'annuncio di *spin-off* genera una distribuzione di valore per gli *shareholder* delle società coinvolte, ma in nessuno di questi studi i valori registrati hanno assunto significatività statistica.

“Numerous academic studies have demonstrated that spin-offs outperform the overall market by a large margin. Many diversified companies are electing to spin-off parts of their business, finding that this restructuring technique can create significant value for shareholders. There were 35 spin-offs in 2016, the spin-off index nearly doubled the market return last year (23% versus 12% for S&P500)”⁴⁷.

⁴⁷ Joe Cornell, Forbes gennaio 2017

Tra i top *spinoffs* del 2016:

- Fiat Chrysler ha disinvestito Ferrari;
- WestRock Company ha disinvestito Ingevity;
- Honeywell International ha disinvestito AdvanSix;
- Arconic ha disinvestito Alcoa.

4.2 Il caso Pepsi: *spin-off the bottler*

PepsiCo Inc., nel 1998, si vide costretta a procedere ad un'operazione di *spinoff*, relativamente ad un suo *bottling business*, una divisione che si occupava dell'imbottigliamento. I *bottler* generalmente hanno marginalità molto basse, sono *capital intensive* e riportano margini di profitto drammaticamente bassi, rispetto al *business* del vendere i concentrati (cosa che fanno Coke e Pepsi).

I *bottlers* acquistano il concentrato, vi aggiungono acqua gassata e sciroppo di mais ad alto fruttosio, imbottigliano o inscatolano il prodotto e lo consegnano ai clienti, ad esempio *drug store*. Il processo di imbottigliamento è a capitale intensivo, comprende linee di produzione altamente velocizzate e che sono intercambiabili solamente per prodotti simili e con *packaging* della stessa grandezza. Le linee di imbottigliamento e di inscatolamento sono costose, hanno un costo tra i 4 ed i 10 milioni di dollari, a seconda del volume e del *package*. Il costo di un impianto con quattro linee è di 75 milioni, e basta pensare che Coke e Pepsi, ognuna, necessitano di 100 di questi impianti per provvedere alla distribuzione *nation-wide*.

Per i *bottlers*:

- l'imballaggio rappresentava dal 40% al 45% delle vendite;
- il concentrato per la stessa percentuale;

- il dolcificante per il 5%;
- ed infine lavoro e spese generali rappresentavo gli altri costi variabili;
- Inoltre, i *bottlers* devono investire in camion e reti di distribuzione.

Generalmente il *gross profit* (*net sales – cogs*) arrivava al 40%, ma l'*operating margin* (*revenue-cogs-labor-sg&a= operating earnings. Operating margin = operating earning / revenue*) si arrestava tra il 7% ed il 9%⁴⁸. Un dato drammaticamente basso. Nella tabella⁴⁹ viene esplicitata la differenza, in termini di costi in percentuale delle vendite, per i *Bottler*, rispetto ai produttori di concentrato:

Comparative Costs of a Typical U.S. Concentrate Producer and Bottler, 2004

	Concentrate Producer		Bottler	
	Dollars per Case ^a	Percent of Sales	Dollars per Case	Percent of Sales
Net sales	\$0.97	100%	\$4.70	100%
Cost of sales	\$0.16	17%	\$2.82	60%
Gross profit	\$0.81	83%	\$1.88	40%
Selling and delivery	\$0.02	2%	\$1.18	25%
Advertising and marketing	\$0.42	43%	\$0.09	2%
General and administration	\$0.08	8%	\$0.19	4%
Pretax profit	\$0.29	30%	\$0.42	9%

Lo *spinoff* optato da Pepsi riguardava un pacchetto di partecipazione di controllo del 60% del suo *bottler* più grande, PBG (Pepsi Bottling Group). Esso venne disinvestito e le azioni della nuova entità indipendente negoziate sul mercato.

Il prezzo di ogni azione fu pari a 21,69\$, più basso del prezzo iniziale di 23\$. Ovviamente, essendo un *bottler*, la sua situazione finanziaria non era florida o chissà quanto entusiasmante per il mercato. Ma il beneficio che invece ne ricavò Pepsi fu importante, un incremento azionario positivo di +6%. Dunque, è facile notare che qui l'interesse principale non era per la società *spinoff*, il *bottler* PBG, ma piuttosto era di grande interesse

⁴⁸ Hill, Jones *Strategic management: an integrated approach*, 2007.

⁴⁹ *Industry analysis and casewriter estimates. Profit and Loss percentage data are adapted from Andrew Conway, "Global soft drink bottling review and outlook: consolidated the way to a strong bottling network", Morgan Stanley Dean Witter, August 1997, p.2, supplemented with 2004 data.*

per gli azionisti della *parent company* Pepsi. La decisione di Pepsi di trattenere solamente il 40% della *subsidiary*, era una mossa studiata per rendere la società di imbottigliamento un *equity investee*, e poter quindi smettere di utilizzare un consolidamento integrale. Questo perché, una volta che la società madre perde il controllo, facendo slittare la percentuale detenuta sotto il 50%, succede quella che venne definita una “*accounting magic*”⁵⁰. Queste magie contabili fanno sì che, solitamente, aumentino i margini di profitto della società madre e dunque rendano il suo conto economico migliore, più profittevole. La ragione, anche secondo quanto riportato nei principali giornali dell’epoca, stava non in una reale creazione di valore derivante da un disinvestimento strategico, quanto da differenze contabili tra il metodo di consolidamento integrale ed il metodo del patrimonio netto, che può essere utilizzato quando si detiene una partecipazione tra il 20% ed il 50%. Infatti:

- Sotto il consolidamento integrale, tutti i costi e ricavi della *subsidiary* sono inclusi nell’*income statement* della *parent*, e la parte dei profitti spettante alle minoranze è indicata separatamente e sottratta al profitto totale;
- Con il metodo del patrimonio netto, nessuno dei ricavi o costi sono inclusi nel conto economico della madre, ma una percentuale dei profitti, definita *equity income*, viene aggiunta nel suo conto economico, corrispondente alla percentuale detenuta nella partecipata.

L’ammontare dei profitti sotto i due metodi è esattamente lo stesso, ma i ricavi contabilizzati con metodo del patrimonio netto sono inferiori rispetto a quelli contabilizzati col metodo integrale. Dunque, questa differenza fa sì che col metodo del patrimonio netto aumenti la marginalità netta della società madre (*net margin = profit/revenue*). Questa è una delle ragioni principali per la quale una società preferisce il metodo del patrimonio netto, questo a meno che la società figlia non sia molto più profittevole della società madre⁵¹.

⁵⁰ *Stock Analyst Journal*, 1999, by David Kathman, CFA.

⁵¹ *Stock Analyst Journal*, 1999, by David Kathman, CFA.

Il caso specifico di PepsiCo e PBG mostra molto chiaramente il perché di questo cambiamento contabile ed i suoi conseguenti effetti. Nel 1998 la situazione di Pepsi era la seguente:

Ricavi	\$ 22,3 miliardi
Profitti	\$ 1,9847 miliardi
Margine netto (profitti/ricavi)	8.9 %
Partecipazione in PBG	100% totalitaria

La situazione di PBG non era florida, la società aveva registrato marginalità estremamente basse ed aveva riportato nell'ultimo anno prima del disinvestimento una perdita:

Ricavi	\$ 7 miliardi
Profitti	\$ - 192 milioni (in perdita)
Margine netto	2.74 %

Conseguentemente, optando per uno *spin-off* Pepsi migliorava la propria immagine di alta marginalità:

Ricavi	$\$ 22,3 - 7 = 15,3$ miliardi
Profitti	\$ 1,8947 miliardi
Margine netto	12,97%

Attraverso lo *spin-off* Pepsi poteva sottrarre tutti i ricavi di PBG dal proprio conto economico consolidato e conseguentemente il margine netto del gruppo aumentava fino a circa il 13%.

Con questo disinvestimento Pepsi seguiva le orme di Coca-Cola, che aveva optato per un grande *spin-off*, sempre di un suo grande *bottler*, nel 1986. Il disinvestimento di Coca Cola

di Enterprises CCE fu studiato da Douglas Ivester, che poi divenne CEO della società. Tale disinvestimento diede a Coca Cola una grossa spinta nei margini, dato che anche il *bottler* di Coca Cola aveva margini bassi. La strategia di questo disinvestimento da parte di Coca Cola fu portata avanti anche per altri *bottler*: il gruppo Coca Cola infatti, detiene pacchetti partecipativi in molti *bottlers subsidiary* nel mondo, ma non pacchetti di controllo, e questo fa sì che quando tali società partecipate mostrino un profitto, l'*equity income* (ricavo contabilizzato tramite metodo del patrimonio netto) contribuisca a rendere il conto economico ancora più florido.

Ma la strategia vincente non si ferma qui: i pacchetti di azioni detenuti possono anch'essi portare su i profitti di Coke e Pepsi, tramite guadagni sull'emissione di azioni della partecipata. Infatti, quando un *bottler* emette azioni ad una terza parte ad un prezzo maggiore di quello che Coke o Pepsi avevano originariamente pagato per il loro pacchetto azionario, l'*equity* della madre in riferimento al pacchetto detenuto nel *bottler* aumenta di valore, e questi *gains* finiscono nel conto economico di Coke/Pepsi come proventi.

Inoltre, ancora dal lato dello stato patrimoniale, e di impatto su indici quali ROA e ROIC vi è un impatto benefico. Infatti, decidendo di disinvestire Pepsi poteva eliminare attività e passività della *subsidiary*. Inoltre, un'entità separata e *publicly traded* può fare rifornimento attraverso il mercato dei capitali, da sola, e quindi rendere Pepsi meglio equipaggiata finanziariamente per competere contro Coke. Inoltre, sia l'*advertising* che il *marketing* dei *bottler* e dei distributori di soft drink è abbastanza differente da quello di Pepsi.

Pepsi decise di disinvestire il *bottling business* a seguito di una forte pressione da parte degli investitori. Il disinvestimento fu pari a 7 milioni di dollari e venne autorizzato dal *board*, come riportano i giornali dell'epoca, unicamente per calmare gli investitori.

Anche gli analisti in quel periodo, ripetevano costantemente che Pepsi avrebbe beneficiato ampiamente di un disinvestimento, e sarebbe stata meglio in grado di competere con Coca Cola. Disinvestimento concernente la creazione di un'entità *bottling* separata e negoziata pubblicamente. Analisti ed investitori pressavano Pepsi perché Coca Cola aveva già

provveduto, circa una dozzina di anni prima a disinvestire i suoi *bottler*, e stava performando meglio di Pepsi. Coke aveva fatto *spin-off* di una quota di maggioranza detenuta in *Coca-cola Enterprises Inc.*, il suo più grande *bottler*, rendendo le azioni di questa *subsidiary* pubbliche.

Il *Wall Street Journal* in un noto articolo dell'epoca riporta quello che, in questa tesi, attraverso la spiegazione e l'analisi degli indici di *performance*, si è voluto mettere in evidenza: spesso una sostanziale differenza di *performance* reddituale tra due grandi società, come in questo caso nel confronto che veniva fatto da analisti ed investitori tra Coke e Pepsi, deriva solamente da un metodo di consolidamento differente. Nello specifico, nel 1999 Coke adottava l'*equity method* nel consolidamento dei *bottler* (avendo disinvestito un decennio prima) mentre Pepsi adoperava il metodo di consolidamento integrale (poiché deteneva pacchetti di controllo nelle società *bottler*). Gli amministratori di Pepsi cercarono di spiegare agli investitori che la differenza che loro vedevano, in particolare nel ROA e nel ROIC, erano dovuti ad una differenza contabile, nel denominatore di questi due indici, influenzata da una differenza di metodo di consolidamento. In particolare in questo caso, la differenza tra metodo del patrimonio netto e consolidamento integrale impatta in modo sostanziale sui due indici reddituali il particolar modo perché:

- Il *business* dei *bottler* è *capital intensive*, quindi sono divisioni che necessitano di molte immobilizzazioni per lo svolgimento del proprio processo produttivo. Di conseguenza, con il metodo integrale, dovendo iscriversi all'attivo e al passivo del patrimonio consolidato il 100% delle attività e passività della controllata, è facile notare come le attività della divisione *bottler* pesino sul denominatore di un indice reddituale, quale il ROA o il ROIC. Al contrario, con il metodo del patrimonio netto, questi due indici non sono toccati dalla pesantezza delle attività dei *bottler*, perché tale metodo non prevede l'iscrizione delle attività e passività della partecipata nel proprio consolidato.

Alla luce di questo evento, che portò Pepsi a disinvestire non per motivi di focus strategico o di riorganizzazione volontaria, emerge come spesso gli investitori siano miopi di fronte a quelle che sono delle mere scelte contabili.

Il reporter Nikhil Deogun in un articolo del luglio 1998, sul *Wall street Journal* scrisse: *“top Pepsi officials have repeatedly denied that any such move was in the offing. A spokesman thursday said the reason for the shift was that earlier this year, we decided to aggressively step up the pace of consolidation in our bottling network, with the concept of company-owned bottling operations moving into a public entity”*.

A seguito dell'annuncio di *spin-off*, PepsiCo registrò un aumento nel rendimento azionario del 6%, questo incremento avvenne dopo che la società ebbe rivelato che avrebbe portato avanti il disinvestimento della sua ampia divisione di *bottling*.

CONCLUSIONI

Alla luce di quanto ricercato ed analizzato emerge quanto spesso la miopia degli investitori si fermi ad indici aggregati e di sintesi piuttosto che a leve di creazione del valore concrete. Nel caso in esame, come in numerosi studi statistici degli anni '90 e 2000, emerge una forte reazione positiva del mercato ad un annuncio di *spinoff*, per ragioni che potrebbero in teoria sembrare di creazioni di valore, ma che nella pratica si rivelano semplici cambiamenti in contabilità.

Studiando i due principali metodi di consolidamento proposti dagli *standard* contabili internazionali, ovvero consolidamento integrale in caso di partecipazione di controllo e metodo del patrimonio netto in caso di partecipazioni che permettono di detenere un'influenza notevole sulla partecipata, mi è stato possibile vederne le differenze in termini di stato patrimoniale consolidato e conto economico consolidato. Partendo dalle rispettive riclassificazioni, è stato poi particolarmente interessante studiare ed analizzare gli impatti che essi hanno su diversi indici di *performance*, in particolare ROE, ROA e ROIC.

Non essendovi studi avvalorati da significatività statistica, né studi di contabilità che provino concretamente che uno *spinoff* produca sempre effetti positivi per la *parent*, non è possibile concludere con certezza che un disinvestimento crei sempre valore per gli azionisti. Di certo vi sono casi particolari, come quello dei produttori di concentrati e i propri imbottiglieri, in cui leve contabili e strategiche si innescano e riescono ad incrementare marginalità ed indici reddituali, andando a beneficio degli *shareholder* della *parent*.

BIBLIOGRAFIA

- Prencipe A, Tettamanzi P., *“Bilancio consolidato”*, III edizione, Egea editore.
- Zanda G., *“Il bilancio delle società, lineamenti teorici e modelli di redazione”*, Giappichelli editore.
- Dezzani, Biancone, Busso, *“Ias/Ifrs”* IV edizione, 2016, Ipsoa editore.
- Fazzini M., *“Analisi di Bilancio 2017”*, V edizione 2017, Ipsoa editore.
- Marchi L., *“Economia dei gruppi e bilancio consolidato”* Giappichelli editore.
- Brunetti G., *“Analisi, previsioni, simulazioni economico finanziarie d’impresa”*, 1996, Etaslibri.
- Campra M., *“IFRS 3: contabilizzazione delle aggregazioni aziendali”*, in Rivista *“Contabilità finanza e controllo”* n. 11, 2005.
- Ceriani G., Frazza B., *“Formazione ed interpretazione del bilancio consolidato, 2007”*, Cedam.
- Lenoci F., Rocca E., *“Il bilancio consolidato. Disciplina, tecniche di redazione e best practice”*, 2008, Ipsoa editore.
- Pisoni P., Busso D., *“Il bilancio consolidato”*, 2005, Giuffrè editore.
- Devecchi C., *“Analisi del bilancio consolidato”*, 1993, Giappichelli editore.
- Rinaldi L., *“L’analisi del bilancio consolidato”*, 1999 Giuffrè
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *“Indici di bilancio. Strumenti per l’analisi della gestione aziendale”*, 2003, Giuffrè editore.
- Kathman D., articolo in *“Stock Analyst Journal”*, 1999.
- Terzani S., *“Il bilancio consolidato”*, Cedam, 1992
- Brunetti, Coda, Favotto, *“Il bilancio consolidato come strumento informativo nell’ottica degli investitori e dei finanziatori: potenziale conoscitivo e limiti”*, Etaslibri, 1996.
- Di Lazzaro F., *“Le leve del profitto nelle imprese e nei gruppi”*, Giuffrè, 1997.
- Hill, Jones, *“Strategic management: an integrated approach”*, 2007.
- Terry D., Nixon, Rodney L. Roenfeldt, and Neil W. Sichertman, *“Review of quantitative finance and accounting” The choice between spinoffs and selloffs*. Vol.14 maggio 2000.

Peruffo E., Perri A., Pirolo L., *“La creazione di valore nelle strategie di disinvestimento: evidenze dal contesto europeo”*. Aprile 2016.

“A practical guide to implementing IFRS 10, Consolidated Financial Statements”
Deloitte, 2015.

“A practical guide to IFRS – Consolidated financial statements”, PwC, luglio 2011.

IFRS 10, Consolidated Financial Statements.

Regolamenti (CE) – Modifiche ed interpretazioni dei principi contabili internazionali.

SITOGRAFIA

www.morningstar.com: “*Spin(off) the Bottler*” di David Kathman, 1999.

www.nytimes.com: “*Pepsi spinoff in Lackluster Stock Offering*” di Dow Jones, 1999.

www.cbsnews.com: “*PepsiCo IPO Plan Cheered*” di Alexander David, 1998.

www.nwitimes.com: “*Pepsi spins off bottlers*” di Andrea Holecek, 1997.

www.wallstreetjournal.com: “*PepsiCo to explore a possible spinoff for its \$7 billion bottling business*” di Nikhil Deogun, 1998.

www.forbes.com: “*The impact on PepsiCo’s Valuation if the soft drinks division increases profitability*”, 2017.

www.nytimes.com: “*PepsiCo profit is up 50%. Aided by spinoff of bottler*”, di Constance L. Hays, 1999.

www.forbes.com: “*The top 15 Spin-offs of 2016*” di Joe Cornell, 2016.

RIASSUNTO

L'operazione di disinvestimento è complessa, presuppone una ristrutturazione proprietaria ed una riorganizzazione strategica. Le reazioni dei mercati alle operazioni di disinvestimento sono state analizzate in diversi studi statistici, in particolare attraverso l'*event study*, tramite il quale numerosi ricercatori hanno cercato di capire l'effetto dell'annuncio di *spin-off* sui rendimenti azionari della società che ne veniva interessata.

Nella maggior parte di tali studi, l'annuncio genera una creazione di valore per gli azionisti della società madre coinvolta, ma in nessuno di questi studi i valori registrati hanno assunto significatività statistica.

Nel dettaglio, l'elaborato prende le mosse da un caso eclatante di disinvestimento in cui la decisione non fu dettata da leve strategiche ma solamente da un cambio di metodo di consolidamento, che avrebbe calmato la pressione operata dagli investitori.

Partendo dall'analisi dell'IFRS 10 e dello IAS 28 analizzeremo il caso dello *spin-off* di Pepsi.

Il principio contabile internazionale IFRS 10 viene applicato per la preparazione e presentazione del bilancio consolidato di un gruppo di società controllate da un'entità definita capogruppo. L'introduzione dell'IFRS 10 da parte dello IASB ha apportato considerevoli modifiche in tema di partecipazioni all'interno del bilancio consolidato di un gruppo. Tale principio è stato istituito per colmare il vuoto normativo che tipicamente si presentava nel momento in cui si fronteggiavano situazioni di incertezza sull'esistenza effettiva di un controllo da parte di un'entità su un'altra. Infatti, la principale novità riguarda il concetto di controllo, che non resta più ancorato ad un aspetto prettamente giuridico-formale, ma si muove verso un aspetto economico-sostanziale.

La finalità del presente IFRS è stabilire i principi per la predisposizione del bilancio consolidato nel caso in cui un'entità controlli una o più entità. Per conseguire tale obiettivo l'IFRS 10:

- Stabilisce che l'entità controllante deve presentare un bilancio consolidato;

- Esplicita il principio del controllo e lo sancisce come base per il consolidamento;
- Chiarisce l'applicazione del principio del controllo per individuare se un investitore controlla una partecipata e se quindi deve consolidarla;
- Illustra i criteri contabili per la predisposizione del bilancio consolidato;
- Definisce il concetto di entità d'investimento ed illustra dunque le eccezioni al consolidamento di entità controllate.

L'IFRS 10 è il principale *output* del *consolidation project*, (progetto iniziato dallo IASB nell'aprile 2002) risultante in una singola definizione di controllo per tutte le entità.

Il principio chiave del nuovo standard risiede nel nuovo concetto di esistenza di controllo: il controllo esiste e dunque il consolidamento è richiesto, solamente se l'investitore possiede un potere sulla partecipata, è esposto alla variabilità dei ritorni e ha la capacità di usare tale potere sulla partecipata per influenzare i suoi ritorni. Dunque, le entità che sono maggiormente toccate dal nuovo standard sono:

- quelle con un investitore dominante che non possiede un interesse di maggioranza, in cui i restanti voti sono posseduti da azionisti ampiamente dispersi (controllo di fatto);
- entità strutturate;
- entità che emettono o detengono significativi diritti di voto potenziali;
- entità di gestione patrimoniale.

Il nuovo principio stabilisce inoltre i principi di consolidamento e gli orientamenti per la misurazione delle partecipazioni di minoranza, i diritti di voto potenziali e la contabilizzazione della perdita di controllo.

Secondo tale principio il controllo, su una *investee*, esiste quando un investitore detiene tutti e tre questi elementi:

- I. potere sulla partecipata;
- II. esposizione o diritto a percepire i rendimenti variabili derivanti dal suo coinvolgimento nella partecipata;

III. la capacità di utilizzare il proprio potere sull'investimento per influenzare l'ammontare dei rendimenti dell'investitore.

Quando questi tre elementi sono presenti, un investitore è considerato soggetto munito di controllo sulla partecipata, e quindi è richiesto il consolidamento. Laddove manchi uno o più di questi elementi, invece, un investitore non dovrà consolidare ma gli sarà richiesto di determinare la natura della relazione esistente con la partecipata, (ad esempio influenza significativa, controllo congiunto) e di applicare la contabilità appropriata secondo i requisiti IFRS.

Analizziamo ora un altro concetto fondamentale per il consolidato: la perdita del controllo.

Il consolidamento si fonda sul potere di governo detenuto dalla controllante sulla società controllata, pertanto, qualora venga meno questo potere, si perderebbe il presupposto fondamentale su cui si ancora il concetto di consolidamento.

Le situazioni che portano ad una perdita del controllo possono essere:

- Modificazioni nel possesso partecipativo, ad esempio per vendita di una quota del pacchetto detenuto (modificazione nel livello partecipativo assoluto) o a seguito di una diluizione per aumento di capitale sottoscritto da terzi (modificazione nel livello partecipativo relativo);
- In caso di assoggettamento a controllo governativo, amministrativo, giudiziario o derivante da accordo contrattuale;
- Perdita di controllo a seguito di due o più accordi, cd. operazioni multiple.

Qualora si verifichi tale perdita di controllo, la controllante dovrà apportare delle rettifiche al bilancio, quali:

- (g) Stornare le attività, incluso l'eventuale avviamento a titolo oneroso acquisito ed iscritto, e le passività dell'entità controllata, in base ai valori contabili alla data della perdita di controllo;
- (h) Stornare i valori contabili dei *non controlling interest*, ovvero le partecipazioni di minoranza, dal patrimonio netto e dal conto economico;

- (i) Rilevare le partecipazioni precedentemente detenute nella ex controllata al rispettivo *fair value*;
- (j) Rilevare il *fair value* del corrispettivo eventualmente percepito a seguito della perdita del controllo;
- (k) Rilevare differenze risultanti come utile o perdita nel prospetto dell'utile d'esercizio attribuibile alla controllante;
- (l) Riclassificare nel prospetto dell'utile/perdita d'esercizio gli importi classificati nel reddito complessivo.

La perdita del controllo può prevedere una cessione totale o parziale della partecipazione;

Cessione totale

In tale situazione, alla data della dismissione della partecipazione vedremo un'interruzione dell'utilizzo del consolidamento integrale (*consolidation method*) e dunque le azioni per il deconsolidamento che la controllante dovrà mettere in atto sono:

- ✓ Stornare attività e passività della controllata;
- ✓ Stornare dell'eventuale *goodwill* iscritto alla data dell'acquisizione del controllo;
- ✓ Rilevare l'utile conseguente alla dismissione, dato dalla differenza tra il corrispettivo ricevuto dalla dismissione della controllata ed il suo valore contabile alla data di cessione⁵².

In particolare, il valore contabile alla data della cessione sarà dato da: valore contabile della controllata (dato dalla differenza tra Attività e Passività, a valori contabili in data di cessione) più l'Avviamento rilevato inizialmente alla data di acquisizione.

*Cessione parziale*⁵³

Anche qui, ci sarà un'interruzione del consolidamento integrale, a partire data della cessione, ma in questo caso resta un legame partecipativo tra controllante ed ex-controllata, quindi si dovrà determinare: (i) che tipo di legame partecipativo si è venuto a

⁵² IFRS 10, PAR. B 98

⁵³ *Practical Guide to IFRS, Consolidated Financial statements: redefining control*, PwC 2011.

creare, (ii) valorizzare le partecipazioni residue detenute in precedenza al rispettivo *fair value*, stante alla data della perdita del controllo.

Lo *strandard* ifrs 10 ci elenca le situazioni che possono presentarsi in caso di cessione parziale. La partecipazione residua potrà qualificarsi come:

- Partecipazione in società collegata: si interrompe il consolidamento integrale e si passa al consolidamento con metodo del patrimonio netto (*equity method*);
- Partecipazione in società a controllo congiunto: si interrompe il consolidamento integrale e si potrà scegliere se consolidare col metodo del pro-rata o *equity method*.
- *Financial Asset*: si abbandona il consolidamento integrale e si passa alla valutazione dettata dal nuovo IFRS 9 in materia di attività finanziarie (precedentemente si applicava lo IAS 39). In questo caso vi è un passaggio da quello che viene definito “*active investment*” ad un “*passive investment*”. Nella classificazione dettata fino ad ora dallo IAS 39 – che da quest’anno lascia il posto all’IFRS 9 – possono dividersi in *trading securities, available for sale, held to maturity*.

Il valore contabile della partecipazione, alla data in cui cessa di essere partecipazione di controllo, è pari al suo *fair value* a tale data. Il *fair value* della partecipazione mantenuta nell’ex-controllata alla data della perdita del controllo (che cessa di essere partecipazione di maggioranza) sarà considerato pari al suo *fair value*, come al momento della rilevazione iniziale di un *financial asset*, in base allo IAS 39/IFRS 9; oppure considerato pari al costo al momento della rilevazione iniziale di una partecipazione in società collegata o in società sottoposta a controllo congiunto.

La procedura per arrivare al bilancio consolidato prevede di:

- Eliminare il valore contabile delle partecipazioni della capogruppo in ciascuna controllata e la corrispondente quota di patrimonio netto di ciascuna controllata; (i valori presi in considerazione per l’eliminazione delle partecipazioni con il

patrimonio netto della società controllata sono quelli del momento dell'acquisizione del controllo, secondo quanto esplicito nell'IFRS 3)

- Eliminare gli effetti delle operazioni *intercompany* (crediti e debiti reciproci, proventi e oneri relativi ad operazioni infragruppo, utili e perdite da operazioni infragruppo e relativi a valori compresi nel patrimonio. Questi possono non essere eliminati se irrilevanti, indicandone il motivo in nota integrativa. In particolare, possono non essere eliminati se relativi ad operazioni correnti, concluse a normali condizioni di mercato, se la loro eliminazione comporta costi sproporzionati);
- Identificare nel prospetto di conto economico gli interessi non di controllo nelle controllate consolidate;
- Identificare separatamente nel patrimonio netto gli interessi non di controllo nelle attività nette consolidate.

Le cd. interessenze di terzi sono, secondo quanto dettato dall'IFRS 10 al paragrafo 22:

- Il valore di quelle partecipazioni di minoranza alla data dell'acquisto della partecipazione, calcolato in ossequio a quanto dettato dall'IFRS 3;
- La quota parte delle variazioni di patrimonio netto dalla data dell'aggregazione di pertinenza delle partecipazioni di minoranza.⁵⁴

Ovviamente, è fondamentale comprendere l'effettiva area di consolidamento, ovvero determinare quali siano le società su cui la capogruppo esercita un'influenza dominante.

Sono varie le teorie del consolidamento, i principi contabili utilizzano la teoria dell'entità, ma non pura. Nell'*equity* si evidenzia separatamente la parte di *equity* e la parte di risultato d'esercizio che compete alle minoranze. Quindi si avrà un patrimonio netto articolato. Stessa cosa nel prospetto di conto economico, in cui dovranno essere evidenziati gli interessi non di controllo.

Il primo consolidamento della partecipazione di controllo avviene tramite l'*acquisition method*, disciplinato dall'IFRS 3. Esso stabilisce che alla data di acquisizione, l'acquirente

⁵⁴ IFRS 10 PAR.22

è tenuto è rilevare, distintamente dall'avviamento, le attività acquisite e le passività assunte identificabile (secondo il *framework*) ed eventuali partecipazioni di minoranza nell'acquisita. L'acquirente valuterà tutto al *fair value*.

Per quanto concerne gli interessi non di controllo, essi li troviamo in diverse teorie dei gruppi, che distinguiamo in: teoria dell'entità, teoria della proprietà, teoria della capogruppo. Il trattamento degli interessi non di controllo nel bilancio consolidato, secondo quanto stabilito dall'IFRS 10, segue le regole per la rappresentazione utilizzate dalla teoria dell'entità. Essi devono essere presentati separatamente nel patrimonio netto consolidato, separatamente dal patrimonio netto spettante agli azionisti della capogruppo. Venendo così a formarsi un *equity* più articolato. La stessa operazione di separazione dovrà presentarsi nel conto economico.

Il nuovo IAS 28, definito appunto *revised*, si applica all'esposizione nel bilancio consolidato e separato delle interessenze partecipative di collegamento ed in *joint venture*. Il precedente IAS 28 "partecipazioni in società collegate" ha subito nel tempo svariate modifiche fino ad arrivare al nuovo *standard*, allineato con le novità IASB in tema di consolidato. Lo standard esplicita il metodo da utilizzare nella contabilizzazione, nel bilancio consolidato, delle partecipazioni in virtù delle quali un'entità detiene un'influenza notevole sui processi decisionali di un'entità collegata o in *joint venture*. Lo IASB ha ritenuto che per un'influenza notevole si debba intendere una partecipazione, diretta o indiretta, pari almeno al 20%.

Il metodo scelto è l'*equity method* (metodo del patrimonio netto). La scelta di tale metodologia discende dal fatto che essa permette di rappresentare la corresponsabilità della partecipante, e dunque la sua influenza, nella *performance* economica della partecipata. Grazie al metodo del patrimonio netto infatti, nel bilancio consolidato della partecipante, vengono mostrati gli incrementi o decrementi che si verificano nel patrimonio della partecipata, ad opera della gestione e dell'influenza della partecipante. Ed inoltre, anche i risultati d'esercizio della partecipata si riflettono, solamente per la quota di spettanza, nel conto economico consolidato.

Pertanto, gli *step* di tale metodologia prevedono:

1. Iscrizione iniziale al costo, esborso per l'acquisizione;
2. Successivamente, le svalutazioni/rivalutazioni del valore della partecipazione rifletteranno il risultato d'esercizio della società partecipata, solo per la quota detenuta. L'incremento o diminuzione di valore dovrà essere riportato anche nel conto economico della partecipante;
3. Gli incrementi o le diminuzioni nel valore della partecipazione, detenuta all'attivo della partecipante, rifletteranno le variazioni di valore dell'*equity* della partecipata.

Successivamente all'iscrizione iniziale, l'*equity method* prevede che per la determinazione del valore della partecipazione di collegamento o di controllo congiunto, si debbano considerare separatamente le casistiche che vanno ad impattare sulla consistenza patrimoniale della società partecipata, ovvero principalmente:

- a. Risultato d'esercizio della partecipata;
- b. La partecipata distribuisce dividendi;
- c. Variazioni nel conto economico della partecipata, in particolare nel prospetto definito *other comprehensive income*, il quale impatta direttamente sul Patrimonio Netto della società in questione.

Nei dettagli:

- a. L'utile o perdita della partecipata, sarà rilevato a conto economico della partecipante, per la quota di spettanza detenuta. Ma attenzione alle situazioni che possono presentarsi, bisogna andare a guardare se al momento dell'iscrizione iniziale al costo vi era stata (i) differenza tra il valore netto contabile della partecipata e il valore netto delle attività e passività al *fair value* e (ii) eccedenza negativa tra il valore del patrimonio netto a valori di *fair value* e il costo d'acquisto.
- b. I dividendi distribuiti apportano anch'essi una modifica alla consistenza patrimoniale della partecipata. Lo *standard* chiarisce che, essendo la quota del

risultato d'esercizio della partecipata rilevata a conto economico della partecipante indipendentemente da una distribuzione utili, per evitare una duplicazione, in caso di dividendi ricevuti, essi non andranno a conto economico. Bensì essi andranno a ridurre il valore contabile della partecipata.

- c. Le variazioni nell'*equity* della partecipata, derivanti da componenti iscritte in *other comprehensive income* (sezione di conto economico che impatta direttamente sul patrimonio netto), dovranno essere rilevate tra le componenti *other comprehensive income* della partecipante (sempre per l'interessenza).

Passando ora all'analisi di bilancio consolidato, c'è necessità di tenere in considerazione tre aspetti che influiscono sull'analisi del consolidato, e che inoltre fanno sì che l'interpretazione dei dati sia più articolata e complessa. In particolare:

- la presenza di limitate relazioni causa-effetto⁵⁵;
- il metodo di consolidamento utilizzato;
- l'omogeneità delle società incluse nel consolidamento, in particolare con riferimento all'attività svolta da ognuna. Essendo l'analisi di bilancio un'indagine il cui *output* principale è una sintesi di valori che provengono da diversi ambiti operativi, le sottostanti relazioni causa-effetto non riescono da essere approfondite, a livello di singola realtà, in tale analisi, perché a livello aggregato perdono valenza significativa.

Inoltre, il metodo di consolidamento adottato gioca un ruolo importante, arrivando ad influenzare i risultati dell'analisi del consolidato. In particolare, il trattamento dei *non controlling interest* è uno degli aspetti che maggiormente può impattare sull'analisi. Ed infatti, il patrimonio netto di pertinenza di terzi può essere considerato parte dei mezzi propri o dei mezzi di terzi, in base al metodo di consolidamento utilizzato:

⁵⁵ Marco Fazzini – Analisi di bilancio 2017 - IPSOA

- teoria dell'entità: gli interessi di pertinenza di terzi fanno parte dell'*equity* di gruppo;
- teoria della capogruppo: gli interessi di pertinenza di terzi sono visti come fonti di finanziamento esterne, dunque sono fuori dal patrimonio netto di gruppo.

Gli indici maggiormente influenzati dalla scelta del metodo di consolidamento sono il ROA ed il ROIC.

Il **ROA di gruppo** mostra quanto sono state profittevoli tutte le attività detenute dall'azienda, dunque la capacità della società nel creare valore attraverso gli asset detenuti. È dato dal rapporto tra il margine operativo netto e il totale delle attività.

$ROA = \text{MON} / \text{Totale attività consolidate}$

Proprio perché al denominatore troviamo *total assets*, è un indicatore influenzato dal metodo di consolidamento scelto. In particolare, con l'*equity method* al denominatore avremo solamente le attività della partecipante, e non anche le attività delle società partecipate. Mentre invece, nel metodo integrale, al denominatore di tale indice troveremo sia le attività della capogruppo che tutte le attività (100%) delle sue controllate. È chiaro dunque che a seconda del metodo scelto, una società risulterà nettamente meno profittevole di un'altra solo per questa differenza contabile.

Il **ROIC di gruppo** è un indicatore di *performance* altamente apprezzato perché ci fornisce indicazioni sulla capacità di creazione di valore di una società, o di un gruppo di società. Esso misura la capacità della società nell'utilizzare il capitale investito per generare profitti.

$ROIC \text{ (return on invested capital)} = \text{NOPAT} / \text{average IC}$

Il NOPAT (*net operating profit after taxes*) è il *reward* per gli investitori, mentre l'IC sono i fondi netti investiti appunto dagli investitori (*creditors – such as longterm bonds, amounts owed to lease holders; equity holders – initial investment plus reinvested capital*). L'*Invested Capital* (IC) viene definito *net fund provided by creditors and equity investors* (al netto del *cash and cash equivalents*). Esso, da un punto di vista operativo e

non finanziario, corrisponde al NOA (*net operating assets = operating assets – operating liabilities*).

- $\text{NOPAT} = \text{Net income} + \text{Nef financial expenses after taxes} = \text{EBIT} - \text{operating tax expenses}$.
- $\text{IC} \equiv \text{NOA}$, dove $\text{IC} = \text{Net Debt} + \text{Shareholder's Equity}$; $\text{NOA} = \text{Op Assets} - \text{Op Liabilities}$.

Anche il ROIC, così come il ROA, risente del metodo di consolidamento scelto. Questo perché in caso di metodo di consolidamento integrale, esso farà risultare la società controllante meno *profitable*, dato il maggior peso al denominatore dovuto all'iscrizione anche delle attività delle società controllate.

Passiamo ad analizzare l'operazione che mette in gioco un cambio di metodo di consolidamento: lo *spin-off*.

Lo *spinoff* rientra tra le attività di *corporate restructuring*, e tra le varie rappresenta una delle operazioni di maggior interesse, con forte valenza strategica. L'importanza delle strategie di *spinoff*, è avvalorata dai risultati di *performance* e *value creation* della società che ne è interessata. Infatti, lo *spinoff* è accompagnato spesso da un miglioramento della *performance* e conseguentemente da un aumento del valore per gli azionisti⁵⁶. Uno *spinoff* prevede la creazione di una società indipendente, mediante la vendita o la distribuzione di nuove azioni, di un *business* esistente o di una divisione di una società controllante. Esso è un tipo di disinvestimento, un processo di ristrutturazione aziendale.

L'analisi dell'effetto di un annuncio di disinvestimento, sui rendimenti della società, avviene tramite il menzionato *event study*, un metodo di analisi statistica del comportamento di una serie storica, solitamente dei rendimenti dei titoli azionari, che valuta l'impatto di un evento sul valore di una società. Esso, mediante un'analisi diretta dei rendimenti azionari post e pre annuncio, individua e valuta i comportamenti anomali derivanti dalla nuova informazione. L'analisi è volta a verificare l'esistenza di un

⁵⁶ Lee e Madhavan, 2010

abnormal return nei titoli della società che mette in atto lo *spin-off*. L'*abnormal return* prevede la determinazione del rendimento normale dell'azione, mediante il CAPM (*capital asset pricing model*).

Nella maggior parte degli studi, l'annuncio di *spin-off* genera una distribuzione di valore per gli *shareholder* delle società coinvolte, ma in nessuno di questi studi i valori registrati hanno assunto significatività statistica.

PepsiCo Inc., nel 1998, si vide costretta a procedere ad un'operazione di *spinoff*, relativamente ad un suo *bottling business*, una divisione che si occupava dell'imbottigliamento. I *bottler* generalmente hanno marginalità molto basse, sono capital intensive e riportano margini di profitto drammaticamente bassi, rispetto al business del vendere i concentrati (cosa che fanno Coke e Pepsi).

Lo *spinoff* optato da Pepsi riguardava un pacchetto di partecipazione di controllo del 60% del suo *bottler* più grande, PBG (Pepsi Bottling Group). Esso venne disinvestito e le azioni della nuova entità indipendente negoziate sul mercato.

Il prezzo di ogni azione fu pari a 21,69\$, più basso del prezzo iniziale di 23\$. Ovviamente, essendo un *bottler*, la sua situazione finanziaria non era florida o chissà quanto entusiasmante per il mercato. Ma il beneficio che invece ne ricavò Pepsi fu importante, un incremento azionario positivo di +6%. Dunque, è facile notare che qui l'interesse principale non era per la società *spinoff*, il *bottler* PBG, ma piuttosto era di grande interesse per gli azionisti della *parent company* Pepsi. La decisione di Pepsi di trattenere solamente il 40% della *subsidiary*, era una mossa studiata per rendere la società di imbottigliamento un *equity investee*, e poter quindi smettere di utilizzare un consolidamento integrale. Questo perché, una volta che la società madre perde il controllo, facendo slittare la percentuale detenuta sotto il 50%, succede quella che venne definita una “*accounting magic*⁵⁷”. Queste magie contabili fanno sì che, solitamente, aumentino i margini di profitto della società madre e dunque rendano il suo conto economico migliore, più profittevole. La ragione, anche secondo quanto riportato nei principali giornali dell'epoca, stava non in

⁵⁷ *Stock Analyst Journal*, 1999, by David Kathman, CFA.

una reale creazione di valore derivante da un disinvestimento strategico, quanto da differenze contabili tra il metodo di consolidamento integrale ed il metodo del patrimonio netto, che può essere utilizzato quando si detiene una partecipazione tra il 20% ed il 50%.

Infatti:

- Sotto il consolidamento integrale, tutti i costi e ricavi della *subsidiary* sono inclusi nell'*income statement* della *parent*, e la parte dei profitti spettante alle minoranze è indicata separatamente e sottratta al profitto totale;
- Con il metodo del patrimonio netto, nessuno dei ricavi o costi sono inclusi nel conto economico della madre, ma una percentuale dei profitti, definita *equity income*, viene aggiunta nel suo conto economico, corrispondente alla percentuale detenuta nella partecipata.

L'ammontare dei profitti sotto i due metodi è esattamente lo stesso, ma i ricavi contabilizzati con metodo del patrimonio netto sono inferiori rispetto a quelli contabilizzati col metodo integrale. Dunque, questa differenza fa sì che col metodo del patrimonio netto aumenti la marginalità netta della società madre (*net margin = profit/revenue*). Questa è una delle ragioni principali per la quale una società preferisce il metodo del patrimonio netto, questo a meno che la società figlia non sia molto più profittevole della società madre⁵⁸.

Inoltre, anche dal lato dello stato patrimoniale, e di impatto su indici quali ROA e ROIC, vi è un impatto benefico. Decidendo di disinvestire, Pepsi poteva eliminare attività e passività delle società figlia.

⁵⁸ *Stock Analyst Journal*, 1999, by David Kathman, CFA.