

**FACOLTA' DI ECONOMIA E DIREZIONE DELLE IMPRESE
INDIRIZZO MANAGEMENT D'IMPRESA**

**CATTEDRA DI METODOLOGIE E DETERMINAZIONI
QUANTITATIVE D'AZIENDA**

**IL BILANCIO CONSOLIDATO TRA
NORMATIVA NAZIONALE E PRINCIPI
CONTABILI INTERNAZIONALI:
L'ANALISI DEL GRUPPO
"TELECOM ITALIA S.P.A."**

Relatore:
Chiar.mo Prof. Fabio Fortuna

Candidato:
Enrico Scianaro
Matr. 621861

Correlatore:
Chiar.mo Prof. Salvatore Sarcone

ANNO ACCADEMICO 2009/2010

INTRODUZIONE

Il presente lavoro affronta l'argomento trattato, questione che è stata al centro degli studi dei più grandi ricercatori del secolo passato e continua ancora oggi ad affascinare studiosi anche di materie non strettamente correlate a discipline economico-aziendali, nel tentativo di apportarne qualche nota critica.

Nella prima parte e specificatamente nel primo capitolo, ci si propone di analizzare le principali definizioni di "Bilancio consolidato", elaborate negli anni dai più autorevoli studiosi in materia e i relativi principi di redazione regolati dalla normativa nazionale.

Il secondo capitolo si focalizza sull'analisi del processo di redazione del bilancio consolidato secondo la normativa internazionale. L'emanazione, del Regolamento CE, 19-7-2002, n. 1606 e del d.lgs. 28 febbraio 2005 n. 38, hanno stabilito, che a partire dall'esercizio 2005, alcune società sono obbligate ed altre hanno la facoltà di redigere i propri bilanci in base ai principi contabili internazionali. Nei fatti, a partire da tale data all'interno del mercato italiano sono presenti imprese che hanno l'obbligo di redigere il consolidato nel rispetto della normativa nazionale (D.lgs. 127/1991), e imprese che invece devono redigerlo in base ai principi contabili internazionali; altre ancora, hanno la facoltà di scegliere l'una o l'altra normativa. Alla luce di quanto esposto, si è ritenuto opportuno analizzare il bilancio consolidato, facendo riferimento costantemente sia alla normativa italiana che ai principi contabili internazionali.

Le forti differenze esistenti tra le due normative, ne hanno reso spesso necessaria una trattazione separata. Tuttavia non sono mancati momenti di confronto; all'interno dei capitoli sovente sono stati realizzati paragrafi che, in un'ottica comparativa, tendono a mettere in evidenza in maniera sintetica, le caratteristiche peculiari delle due discipline, in modo da agevolare la comprensione sia delle norme nazionali e dei principi contabili internazionali, sia delle principali differenze tra essi esistenti.

La seconda parte dell'elaborato, costituita dal terzo e quarto capitolo, si impernia sull'analisi di bilancio di un noto gruppo aziendale che opera da diversi anni nel settore delle telecomunicazioni, ovvero il Gruppo "Telecom Italia S.p.A."

Partendo dall'esposizione delle finalità e del contenuto del bilancio, si passa poi ad una sua approfondita analisi attraverso lo studio dei principali indicatori economico-finanziari; quest'ultimo è svolto innanzitutto attraverso l'esame della situazione patrimoniale, economica e finanziaria. In particolare, si procede all'esposizione dei bilanci della Società, relativi a tre esercizi ed alla loro analisi, per consentire una "lettura critica" degli stessi.

Infine, dopo l'esame del bilancio, è condotta l'analisi per indici; ciò consente di esprimere giudizi, sufficientemente attendibili, in merito alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria del Gruppo, in riferimento alle condizioni operative presenti e future.

INDICE

Introduzione

"PARTE PRIMA"

CAPITOLO 1°

IL BILANCIO CONSOLIDATO: LA NORMATIVA NAZIONALE

- 1.1 Introduzione al Bilancio Consolidato
 - 1.1.1 Definizione di bilancio consolidato
 - 1.1.2 I metodi di consolidamento secondo diverse teorie
 - 1.1.3 Il metodo di consolidamento secondo il D.Lgs. 127/91
- 1.2 Obblighi generali, area di consolidamento, esoneri ed esclusioni
 - 1.2.1 Obblighi e area di consolidamento
- 1.3 Esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato
- 1.4 Esclusioni dall'area di consolidamento
- 1.5 Composizione e schemi del Bilancio consolidato
 - 1.5.1 Composizione del Bilancio consolidato
 - 1.5.2 Schemi di Stato Patrimoniale e Conto Economico riclassificati
- 1.6 I principi contabili
 - 1.6.2 Chiarezza e rappresentazione veritiera e corretta del bilancio consolidato
 - 1.6.3 Applicazione di principi contabili uniformi
 - 1.6.4 Bilanci predisposti con principi contabili non corretti
 - 1.6.5 Costanza di applicazione dei principi contabili e delle modalità di consolidamento
 - 1.6.6 Trattamento contabile nel bilancio consolidato dei beni in locazione finanziaria
 - 1.6.7 Valutazione delle partecipazioni in imprese collegate e controllate non comprese nell'area di consolidamento: il metodo del patrimonio netto

CAPITOLO 2°

IL BILANCIO CONSOLIDATO: LA NORMATIVA INTERNAZIONALE

- 2.1 Il consolidamento secondo i principi contabili internazionali. Confronto con la normativa nazionale
- 2.2 Esoneri secondo i principi internazionali. Confronto con la normativa nazionale

- 2.3 Casi di esclusione secondo i principi internazionali. Confronto con la normativa nazionale
- 2.4 Nuovi Principi e Interpretazioni recepiti dalla UE e in vigore a partire dal 1° gennaio 2009
 - 2.4.1 Miglioramenti agli IFRS - anno di emissione 2008
 - 2.4.2 Nuovi Principi e Interpretazioni recepiti dalla UE, non ancora in vigore e applicati in via anticipata
 - 2.4.3 Nuovi Principi e Interpretazioni recepiti dalla UE ma non ancora in vigore
 - 2.4.4 Miglioramenti agli IFRS - anno di emissione 2009

"PARTE SECONDA"

CAPITOLO 3°

ANALISI DEL GRUPPO "TELECOM ITALIA S.P.A" CON L'AUSILIO DEI PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI

- 3.1 Analisi dei principali indicatori economico-finanziari
 - 3.1.1 EBITDA e EBITDA Margin
 - 3.1.2 Generazione di cassa operativa e disciplina finanziari
 - 3.1.3 Utile prima delle imposte derivante dalle attività in funzionamento
- 3.2 Commento ai principali dati economico - finanziari del Gruppo "Telecom Italia"
- 3.3 Andamento patrimoniale e finanziario consolidato
- 3.4 Commento ai principali dati economico-finanziari di "Telecom Italia S.p.A."
 - 3.4.1 Andamento patrimoniale e finanziario
- 3.5 Indicatori alternativi di performance

CAPITOLO 4°

ANALISI DI BILANCIO DEL "GRUPPO TELECOM S.P.A"

- 4.1 Bilancio consolidato del Gruppo "Telecom Italia S.p.A."
- 4.2 Forma, contenuto e altre informazioni di carattere generale
- 4.3 Principi contabili
- 4.4 Analisi di bilancio per indici del Gruppo "Telecom Italia S.p.A."
 - 4.4.1 Analisi del ROE utilizzando la formula di "Modigliani-Miller"
 - 4.4.2 Note Metodologiche

Bibliografia

IL BILANCIO CONSOLIDATO: LA NORMATIVA NAZIONALE

La necessità di essere informati sui risultati economici della gestione e sull'evoluzione della situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo nel suo insieme può essere soddisfatta unicamente dal bilancio consolidato¹, sebbene sia ritenuto che tale documento contabile abbia natura integrativa, piuttosto che sostitutiva, dei bilanci della capogruppo e delle singole imprese consolidate.

Il bilancio consolidato è un bilancio che espone la situazione patrimoniale finanziaria e il risultato economico di un gruppo di imprese viste come un'unica impresa, e supera la barriera rappresentata dalle distinte personalità giuridiche delle imprese del gruppo.

Nel bilancio consolidato le singole imprese vengono assimilate a divisioni o filiali di un'unica grande società.

Da ciò derivano due importanti caratteristiche:

- a) le singole attività e passività e i singoli componenti del conto economico dell'impresa madre o capogruppo o controllante vanno sommati alle corrispondenti attività e passività e ai corrispondenti componenti del conto economico delle controllate;
- b) gli elementi patrimoniali ed economici che hanno natura di reciprocità, e che quindi non hanno rilevanza, ossia non hanno alcun significato quando le società vengono considerate come un'unica impresa, vanno eliminati dal bilancio consolidato, con lo scopo di evidenziare solo i saldi e le operazioni tra il gruppo e i terzi.

¹ In merito al *bilancio consolidato* si vedano: BASTIA P., *La formazione del bilancio consolidato*, Bologna, Clueb, 1992; CAMEL R. "Il bilancio consolidato" Ed. Il Sole 24 ore, Cedam Padova, 1995; CASSANDRO, P.E. I gruppi aziendali, Bari, Cacucci, 1988; COLUCCI E. – RICCOMAGNO F. "Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato. Analisi e soluzioni tecniche", Ed. Cedam Padova 1999; DI CAGNO N., *Il bilancio consolidato di gruppo*, Bari, Cacucci, 1993; MARCHI L. – ZAVANI M., *Economia dei gruppi e bilancio consolidato. Un'interpretazione degli andamenti economici e finanziari*, Torino, Isedi-Petrini, 1985; MONTRONE A., *Il bilancio consolidato. Evoluzione normativa e metodologia di redazione*, Milano, F. Angeli, 2004; P. PISONI, *Bilancio consolidato e VII direttiva CEE*, Milano, Giuffrè, 1990; SARCONE S., *I bilanci consolidati di gruppo. Principi e tecnica della loro formazione*, Milano, IPSOA Informatica, 1981; SARCONE S. *I gruppi aziendali. Strutture e bilanci di gruppo*, Torino, Giappichelli, 1993; TEODORI C., *Il bilancio consolidato*, Milano, Giuffrè, 2003; TERZANI S., *Il bilancio consolidato*, Padova, Cedam, 1992.

Pertanto, il bilancio consolidato consente di:

- sopperire alle carenze informative e valutative dei bilanci delle società che detengono rilevanti partecipazioni di maggioranza;
- ottenere una visione globale delle consistenze patrimoniali finanziarie del gruppo e delle sue variazioni, incluso il risultato economico;
- misurare tali consistenze e risultati secondo i principi contabili, eliminando gli utili infragruppo non realizzati nei confronti di terzi;
- assolvere a funzioni essenziali d'informazione; il bilancio consolidato è lo strumento informativo primario di dati patrimoniali, economici e finanziari del gruppo sia verso i terzi che sotto il profilo del controllo di gestione; funzioni che non possono essere assolte dai bilanci separati delle singole società componenti il gruppo.

I metodi di consolidamento secondo diverse teorie

La redazione del bilancio consolidato² di gruppo comporta innanzitutto la scelta del metodo di consolidamento (integrale o proporzionale) e la necessità di individuare il trattamento delle interessenze di terzi al patrimonio netto e al risultato d'esercizio tanto in termini di valore quanto in termini di rappresentazione.

Le soluzioni predisposte dalla tecnica ragionieristica sono diverse in relazione alle diverse teorie contabili di gruppo accettate.

² BOLONGARO R. ZEI R. (a cura di) "Guida pratica al bilancio consolidato. La redazione del bilancio, della nota integrativa e degli altri documenti" in collaborazione con Pirola Pennuto Zei & Associati. Ed IL SOLE 24 ORE Laserdata, 1995; AITA G. PIZZOCARO G., "Il consolidamento dei bilanci. Comparazione tra normativa, principio contabile e prassi. Casi tecnici commentati", Maggioli Editore Puntolinea Rimini, 1997. LACCHINI M., "Modelli teorico contabili e principi di redazione del bilancio", G. Giappichelli Editore, Torino, 1994; LENOCI E. ROCCA E. "Il bilancio consolidato. Procedure e tecniche di redazione", Ed. IPSOA – 1999; MARCHI L. FROLI M. "Il bilancio consolidato. Principi e procedure di redazione modelli e tecniche di analisi", Ed. E.B.C. S.p.A., Milano, 1993; SARCONI S. "I bilanci consolidati di gruppo. Principi e tecnica della loro formazione" IPSOA INFORMATICA, 1985 II° Ed..

Il metodo di consolidamento integrale nella teoria dell'entità

(Entity theory)

Secondo questa teoria³, come già visto, il gruppo costituisce un'unica entità economica e contabile e pertanto patrimonio e reddito appartengono al gruppo nel suo complesso, senza distinzione alcuna delle interessenze di terzi in termini economici e patrimoniali.

Conseguentemente, anche attività e passività, costi e ricavi, risultato d'esercizio e patrimonio, devono essere consolidati integralmente, al fine di mostrare la complessiva struttura patrimoniale e reddituale del Gruppo quale unicum indivisibile (cosiddetto metodo dell'integrazione globale).

Il metodo di consolidamento proporzionale nella teoria della proprietà

(Proprietary theory)

Secondo la teoria della proprietà, dato che le controllate appartengono alla capogruppo proporzionalmente alle quote di partecipazione che essa possiede, devono entrare nel processo di consolidamento nella medesima proporzione.

In questa teoria l'unità contabile di riferimento non è il gruppo nel suo complesso bensì il bilancio della capogruppo e il consolidato altro non è che un'estensione di quello, per tenere conto delle quote detenute nelle società controllate.

Il patrimonio netto e il risultato d'esercizio consolidato dovranno rappresentare pertanto quanto di pertinenza della capogruppo e il metodo di consolidamento consisterà nella attribuzione proporzionale di attività, passività, costi, ricavi, utile e patrimonio (cosiddetto metodo proporzionale).

Le interessenze di terzi sono pertanto eliminate nel processo di consolidamento.

³ In merito ai metodi di consolidamento: GAVANA G., *La natura e il trattato contabile delle differenze di consolidamento*, in: Rinaldi L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: le novità dei principi contabili nazionali ed internazionali*, Il sole 24 ore, Milano, 2006; MARCHI L. FROLI M. "Il bilancio consolidato. Principi e procedure di redazione modelli e tecniche di analisi" Ed. E.B.C. S.p.A. Milano, 1993; PESENATO A. "Il bilancio consolidato. Metodologia e tecnica. Con commento del D. Lgs. 09/04/1991 n° 127" Ed. Cedam, 1991.

Il metodo di consolidamento integrale nella teoria della "capogruppo"

(Parent company theory)

La teoria della capogruppo contempera l'esigenza di fornire una completa informazione della realtà economico patrimoniale del gruppo con quella di evidenziare il risultato economico e il patrimonio netto di stretta pertinenza della capogruppo.

Il metodo di consolidamento è pertanto quello della integrale attrazione di attività, passività ecc., che al contrario di quanto previsto nell'applicazione connessa con la teoria dell'entità, deve evidenziare la quota di patrimonio netto e di risultato economico di pertinenza di terzi. Le quote di patrimonio netto di pertinenza di terzi possono essere evidenziate nel contesto del patrimonio netto o nelle passività.

Il metodo del patrimonio netto

(Equity method)

Lo stesso risultato informativo in termini quantitativi può ottenersi con un metodo cosiddetto di consolidamento sintetico o, rectius, del patrimonio netto, che tuttavia non può considerarsi sostitutivo di un vero e proprio procedimento di consolidamento in quanto non attrae nel bilancio della capogruppo le attività, le passività e i componenti del risultato economico.

Il metodo di consolidamento secondo il D.Lgs. 127/91

Il D.Lgs. 127/91⁴ prevede il metodo di consolidamento integrale (art. 31), disponendo che l'importo del capitale e delle riserve di pertinenza di terzi sia iscritto in una apposita voce del patrimonio netto e che la parte del risultato economico di terzi sia distinta nel risultato consolidato (art. 32).

⁴ MELLA P., *Guida al bilancio consolidato di gruppo*, Isdaf, Pavia, 1984; NOSARI A. "Guida al bilancio consolidato. Tutte le novità per le imprese industriali commerciali e di servizi secondo il decreto legislativo 9 Aprile 1991 N. 127" Supplemento di Il sole 24 ore 1° marzo, 1995; PINI M., in: AA. VV., *Il bilancio consolidato: teoria e prassi contabile*, Giappichelli, Torino, 1996.

Obblighi e area di consolidamento

L'art. 25 del D.Lgs. 127/91 stabilisce che il bilancio consolidato, ossia il bilancio che consolida integralmente l'attivo, il passivo e i componenti del conto economico, debba essere preparato come regola generale dalle società che controllano⁵, direttamente e indirettamente⁶, un'impresa.

L'art. 26 del citato provvedimento precisa poi la nozione di controllo, in parte rinviando ai numeri 1 (controllo di diritto) e 2 (controllo di fatto), 1° comma dell'art.2359 c.c., e in parte prevedendo le due fattispecie specifiche dell'influenza dominante derivante dalle clausole contrattuali o statutarie e del controllo dei diritti di voto basato su accordi con altri soci.

Il rinvio ai numeri 1 e 2, 1° comma, del citato articolo e quindi al dominio derivante dal controllo di diritto o di fatto che scaturisce dalla disponibilità dei diritti di voto, esclude sia la fattispecie dei cosiddetti gruppi orizzontali e della direzione unitaria della direttiva comunitaria, sia le situazioni di controllo basate sui particolari vincoli contrattuali di cui al punto 3 primo comma dell'art. 2359.

Più in generale, l'attuale disposto normativo esclude tutte le situazioni in cui il coordinamento o la direzione unitaria delle imprese, pur ravvisabile in situazioni di fatto, non è basato su vincoli giuridici obiettivamente rilevabili (per esempio, esercizio del diritto di voto).

⁵ AA.VV. (a cura di) "I controlli sul bilancio consolidato" (capo IX Norme da 9.1 a 9.3) da *L'applicazione dei Principi del collegio sindacale*. Quaderni del Sindaco. Giuffrè Editore, Milano 2000; BERETTA S., *Il controllo nei gruppi industriali*, Egea, Milano, 1990.

⁶ Esempi di maggioranza indiretta esistente o mancante:

- società A detiene il 60% delle azioni ordinarie nelle società B e C e ciascuna di esse detiene il 30% delle azioni ordinarie della società D. D costituisce per A una partecipazione da consolidare.
- società A detiene il 40% delle azioni ordinarie delle società B e C, e B possiede il rimanente 60% delle azioni ordinarie di C. C non verrà consolidata dalla società A ma verrà consolidata dalla società B. A valuterà le partecipazioni B e C con il metodo del patrimonio netto, se ne sussistono le condizioni.
- società A possiede il 60% delle azioni ordinarie della società B e il 20% delle azioni ordinarie della società C; la Società B possiede il 35% delle azioni ordinarie della società C. C costituisce per A una partecipazione da consolidare.

Quanto alle caratteristiche intrinseche che deve presentare il controllo ai fini dell'obbligo di consolidamento, è opinione diffusa in dottrina che esso debba essere:

- stabile nel tempo, ovvero non deve trattarsi di un rapporto di controllo transitorio o occasionale;
- autonomo, nel senso che l'esercizio dei diritti di voto non deve dipendere dalla collaborazione o dall'alleanza con altri soggetti indipendenti.

Oltre alle ipotesi di controllo di cui ai numeri 1 e 2 dell'art. 2359 sin qui commentate, l'art. 26 del citato decreto dispone al 2° comma che sono considerate controllate:

- a) le imprese in cui un'altra ha il diritto, in virtù d'un contratto o d'una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consente tali contratti o clausole;
- b) l'impresa in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto.

Quanto al punto a), è dottrina unanime che le clausole contrattuali aventi per oggetto l'attribuzione di un diritto a esercitare un'influenza dominante su una società siano contrarie al nostro ordinamento giuridico; l'ipotesi è stata prevista dal legislatore al fine di attrarre nell'area di consolidamento quelle società aventi sede in paesi esteri in cui simili contratti di dominazione abbiano validità giuridica⁷.

In merito al punto b), è opinione altrettanto diffusa in dottrina che possa trattarsi anche di sola maggioranza relativa, esercitata in virtù di accordi tra soci nella cui specie possono rientrare tutte le pattuizioni il cui fine sia quello di attribuire a uno solo degli azionisti il controllo della maggioranza.

Quest'ultimo punto richiama la problematica generale (riconducibile anche al controllo di fatto di cui al punto 2 dell'art. 2359) connessa alle difficoltà di accertamento delle

⁷ La relazione di accompagnamento al D.Lgs. 127/91 indica che: "La disposizione del comma 2, lettera a), attua l'art. 1, par. 1, lettera c) della VII Direttiva: benché il diritto italiano non consenta contratti di dominazione, si è ritenuto di dover prevedere l'ipotesi in considerazione dell'eventualità che il diritto applicabile ai rapporti con un'impresa figlia estera consenta la stipulazione di tale contratto. Eguale ragione ha indotto a disciplinare, nella stessa lettera a), la sub ipotesi dell'influenza dominante in forza di clausola statutaria dell'impresa figlia; per altro verso, la formula adottata ("ha il diritto, in virtù di... una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante") è tale da coprire anche il caso di influenza dominante esercitata dall'azionista minoritario ente pubblico in virtù di clausola statutaria che gli attribuisca la facoltà di nominare e revocare la maggioranza degli amministratori (art. 2458 c.c.): si completa così l'attuazione dell'art. 1, par. 1, lettera b) della Direttiva."

situazioni in cui una partecipazione di minoranza consente di esercitare un'influenza dominante in assemblea ordinaria.

L'accertamento di tale situazione dipende anzitutto dalla constatazione del grado di polverizzazione delle partecipazioni, e di conseguente assenteismo dei piccoli azionisti dall'assemblea: è chiaro che se, per anni, all'assemblea ordinaria non si raggiunge la presenza (in proprio o per delega) del 70% delle azioni con voto, una partecipazione del 40% basta a consentire l'esercizio dell'influenza dominante. E, in una situazione di questo tipo, l'esistenza di un sindacato di voto tra azionisti portatori del 40% dei voti, nel quale l'azionista soc. X disponga di oltre la metà dei voti sindacati, fa sì che la società X sia controllante.

A confermare il giudizio che una società, pur con una partecipazione non di maggioranza assoluta, controlla la maggioranza di fatto dei diritti di voto possono valere anche i seguenti elementi indiziari:

- la società ha nominato la maggioranza degli amministratori in carica;
 - la società esercita con continuità il controllo operativo e finanziario dell'altra società.
- Tali situazioni, che non devono avere carattere temporaneo, vanno comunque associate alla disponibilità sufficientemente ampia ancorché inferiore alla maggioranza assoluta, dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria.

IL BILANCIO CONSOLIDATO: LA NORMATIVA INTERNAZIONALE

Dopo aver argomentato circa i disposti normativi di carattere nazionale che concorrono all'identificazione dell'area di consolidamento, adesso non ci resta che affrontare la stessa questione nell'ottica dei principi contabili internazionali.¹

Lo IAS 27, *Consolidated and Separate Financial Statements*, al paragrafo 9, stabilisce che la capogruppo (qualunque forma giuridica essa abbia), salvo casi particolari, deve redigere il bilancio consolidato² conforme agli standard internazionali. Da quanto su esposto si evince chiaramente che, rispetto alla normativa nazionale, lo IAS 27 non riconosce alcun limite alla forma giuridica della capogruppo, in quanto fonda la sua ragion d'essere sul presupposto che il consolidato è uno strumento d'informazione sulla struttura, dinamica finanziaria e sul risultato economico del gruppo; per cui la sua redazione prescinde dalle caratteristiche, ad esempio la forma giuridica, della società chiamata a redigerlo.

In estrema sintesi, schematizzando le diverse definizioni, emanate a livello nazionale e internazionale, di imprese *obbligate*, a redigere il consolidato avremo:

¹ ANDREI P., *Il bilancio consolidato nei gruppi internazionali*, Giuffrè, Milano, 1994; AZZALI S., *Il sistema integrato nelle aziende strutturate a gruppo*, in Rinaldi L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: Le novità dei principi contabili nazionali e internazionali: le procedure operative. Esempi e casi*, Il sole 24 ore; Milano, 2006; BERTONI A., I documenti che compongono il bilancio consolidato, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004; MONTRONE A., *Il bilancio di gruppo tra normativa nazionale e principi contabili internazionali. Profili evolutivi e comparativi*, FrancoAngeli, Milano, 2005; MOSCARINI F., *La nazione di controllo nella disciplina del bilancio consolidato. Confronto con i principi contabili internazionali*, in *Rivista Italiana di ragioneria e di Economia aziendale*, 2006, vol. 106, n. 3/4; Cfr. PRINCIPIO CONTABILE INTERNAZIONALE N.14, *Informativa di settore*, op. cit., Punto 7.

² In merito al *bilancio consolidato* si vedano: AZZALI S. (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Milano, Il Sole 24 Ore Libri, 2002.

IAS/IFRS e legge/Principi italiani: le holding obbligate alla redazione del consolidato

Capogruppo *obbligate*³ alla redazione del consolidato secondo:

- i Principi IAS/IFRS (IAS 27 par. 9): *Tutte* (l'ambito di applicazione dello IAS 27 è ampio, non esclude nessun tipo di holding dalla redazione del consolidato).
- la Normativa e principi contabili italiani (art. 25 D.lgs. 127/1991):
 - Società di capitali che controllano qualsiasi società;
 - Altre società (cooperative, mutue assicuratrici, enti pubblici) che controllano una società di capitali.
- la proposta di modifica approvata il 6 maggio 2008 dal consiglio di gestione dell'OIC: Sono obbligate anche le S.n.c. e le S.a.s. allorché:
 - controllino società di capitali;
 - i soci illimitatamente responsabili sono società di capitali

Queste sono le differenze fondamentali:

Mentre lo IAS 27 non prevede nessun limite alla redazione del consolidato legato alla forma giuridica dell'impresa; la normativa nazionale stabilisce implicitamente, che non sono obbligati alla redazione del consolidato: la capogruppo allorché sia una società di persone, un imprenditore individuale, un'associazione o fondazione, anche se esercitano attività d'impresa. Tuttavia la bozza di attuazione dell'OIC amplia il campo dei soggetti obbligati.

Dopo aver evidenziato che la normativa internazionale stabilisce che tutte le aziende possono potenzialmente essere obbligate a redigere il consolidato, per individuare quelle che lo sono effettivamente, anche in questo caso (come fatto per la normativa nazionale), è necessario chiarire la portata della nozione di controllo.

³ BERTONI A., I documenti che compongono il bilancio consolidato, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004; CAMARAN M., *Le teorie di consolidamento*, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004; MASSIMO L., *Obbligo di redazione del bilancio consolidato e l'area di consolidamento*, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004; RINALDI L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: le novità dei principi contabili nazionali e internazionali: le procedure operative. Esempi e casi*. Il sole 24 ore, Milano, 2006.

È precisato che, una corretta valutazione dei diritti di voto potenziali che concorrono alla nascita di un potere di controllo, non può essere scevra dal considerare aspetti quali clausole di esercizio dei diritti di voto potenziali ed altri accordi contrattuali che influiscono su tali diritti, a prescindere da un effettivo esercizio o conversione degli stessi da parte di chi ne ha il compito. Appare a questo punto scontato osservare che non si considerano quei diritti la cui conversione o esercizio avviene ad una certa data futura.

Da tutto quanto sopra emerge piuttosto chiaramente che il controllo può essere esercitato anche qualora la controllante non detenga alcuna partecipazione azionaria. Emblematica a tal punto è la fattispecie di controllo esplicita al punto *sub a)*; in realtà, tale condizione dovrebbe essere collegata al possesso di una quota azionaria pur se non maggioritaria, ma non essendone definito *il quantitativo minimo*, questo può essere verosimilmente pari a zero.

È saggiamente opportuno rilevare che sul concetto di controllo presente all'interno dello IAS 27⁴, si è espresso di recente anche *Board* dello IASB. Quest'ultimo ha chiarito la portata della nozione di gruppo.

Invero, il *Board* ha dichiarato sull' "IASB Update" dell'ottobre 2005 in maniera inoppugnabile che il concetto di controllo nello IAS 27 include il *controllo di fatto*.

L'enunciato dello IASB, mette in risalto opportunamente l'OIC, «non vuole essere né un'interpretazione né un cambiamento di interpretazione ma fa notare che a suo avviso il concetto è già presente ed implicito nello IAS 27 e quindi il concetto di controllo nello IAS 27 include il controllo di fatto⁵».

Tuttavia, la posizione del *Board* che è risultata illuminante sul punto, non è avulsa da contestazioni. Invero, opposta è la pozione degli IFRS che ritengono che il *concetto di controllo* è da interpretarsi come mero *potere di controllo*, prescindendo da una sua effettiva implementazione. Scandisce, quindi, un concetto di controllo che fa perno sulla *sola* possibilità di esercitarlo.

⁴ IASB, IAS 27, *Consolidated and separate financial statements*, London, 2004.

⁵ È quanto si ricava dal capitolo 14 dell'illuminante guida operativa sui principi IAS/IFRS (*guida operativa agli aspetti applicativi dei principi IAS/IFRS*) messa a punto dall'OIC.

L'ammissibilità di un controllo anche di fatto, e non già solo di matrice potenziale, alimenterebbe dubbi interpretativi in tutte quelle ipotesi di controllo indiretto che traggono la propria genesi dal commercio o da relazioni economiche che le unità produttive pongono in essere, a vario titolo, con istituti di variegata natura. Costituiscono esempio le relazioni che si formano con istituti finanziari, sindacati, *public utilities*, dipartimenti di governo o agenzie, e principali clienti o fornitori.

Non meno interessante è la posizione dello IAS 27 che insinua una infondatezza del dubbio espresso dallo IFRS. Invero, nelle congetture poco sopra esposte ritiene opportuno evidenziare che non si realizza il controllo in quanto in queste relazioni non è configurabile il rapporto "investitore – investimento" insito nella fattispecie del controllo. L'aspetto è chiarito anche nell'appendice al SIC 12 che rammenta che la "dipendenza economica", come quella ravvisabile nel rapporto con un fornitore o cliente importante, e non meno in una relazione con un unico ente finanziatore, non è riconducibile ad una forma di controllo⁶.

Questo documento (Sic 12) merita ulteriori considerazioni. Invero, esso disciplina il consolidamento di una particolare categoria di aziende, le Spe (*Special Purpose Entities*) traducibile in italiano con l'acronimo di SDA (*società a destinazione specifica*), e una puntuale trattazione sulla identificazione del perimetro di gruppo non può prescindere dal considerarlo.

Tali unità produttive, che possono presentare una diversa forma giuridica, società fiduciarie, di capitali, di persone, sono realizzate da una terza azienda denominata *sponsor*, si caratterizzano per uno scarso potere decisionale dei propri organi amministrativi spesso imposto per mezzo di accordi di natura legale. Esse nascono per scopo mirati, come ad esempio, per svolgere l'attività di ricerca e sviluppo piuttosto che per cartolarizzare attività finanziarie.

Il documento in parola si preoccupa di elencare tutte quelle ipotesi in cui può esistere nella sostanza una relazione di controllo non generata da un legame partecipativo.^{7 8}

⁶ La questione è stata tratta dalla *Guida operativa agli aspetti applicativi dei principi IAS/IFRS*, cap.14.

⁷ Lo IAS 27 con la relativa interpretazione (SIC-12) include nell'area di consolidamento anche le *Special Purpose Entities* (SPE, tradotto in italiano con la sigla SDS ad indicare "società ad destinazione specifica"), cioè gli istituti nati per scopo specifici, a condizione che la capogruppo la controlli in modo

Anche nello SIC 12 è stabilito che nel valutare se un'impresa detenga il potere di governare le politiche economiche e finanziarie di un'altra, è necessario considerare il ruolo dei diversi diritti. Nello specifico bisogna tener conto:

- dell'esistenza e gli effetti dei diritti di voto potenziali effettivamente esercitabili o convertibili (warrants, options, azioni convertibili accordi contrattuali di acquisto azioni.⁹). Tuttavia è precisato che i diritti di voto in questione non vanno considerati se il loro esercizio o conversione non è immediata;
- dei diritti di veto, sono considerati tutti quelli che a prescindere dal loro effettivo esercizio siano stati disciplinati da patti tra soci e dallo Statuto; e sia che essi riguardino l'aspetto organizzativo (nomina dirigenti, approvazione budget ecc.), sia che siano esercitabili nell'ambito di decisioni di investimento;
- dei diritti che potrebbero alterare la compagine dei diritti di voto, sia in aumento che in diminuzione.

Alla luce di quanto espresso poco sopra sul calcolo dei diritti per valutare l'esistenza di una posizione di controllo, l'OIC afferma che ad un creditore pignoratorio non può essere associato un potere di controllo qualora, in occasione di un contratto di

sostanziale e non solo formale. Infatti, nel SIC-12, ai par. 8-10, si legge che «una SDS deve essere consolidata quando la sostanza della relazione tra un'impresa e una SDS indica che la SDS è contraltrata dall'impresa. Nel conteso di una SDS, il controllo può originare dalla predeterminazione delle attività della SDS (operante con "auto pilota") o altrimenti. Lo IAS 27 indica parecchie circostanze che si concretizzano nel controllo anche se un'impresa possiede metà o anche meno dei diritti di voto di un'altra impresa. Similmente, il controllo può esistere anche nei casi in cui un'impresa possiede una piccola o nessuna parte del patrimonio della SDS. L'applicazione del concetto di controllo richiede, in ciascun caso, una valutazione contestuale di tutti i fattori rilevanti. In aggiunta alle situazioni descritte nello IAS 27, le seguenti circostanze, ad esempio, possono indicare che esiste una relazione in cui un'impresa controlla una SDS e conseguentemente è tenuta a consolidare la SDS (una guida aggiuntiva è fornita nell'Appendice della presente Interpretazione): a) nella sostanza, le attività della SDS sono gestite per conto dell'impresa in relazione alle sue specifiche esigenze aziendali così che l'impresa attenga benefici dall'attività della SDS; b) nella sostanza, l'impresa ha poteri decisionali per ottenere la maggioranza dei benefici della SDS o, predisponendo un meccanismo "autopilota", l'impresa ha delegato questi poteri decisionali; c) nella sostanza l'impresa detiene diritti ad ottenere, la maggioranza dei benefici della SDS e, perciò, può essere esposta ai rischi inerenti alle attività della SDS; o d) nella sostanza, l'impresa detiene la maggioranza dei rischi residuali di proprietà connessi alla SDS o le sue attività al fine di ottenere benefici dalla loro gestione».

⁸ Per maggiori approfondimenti sulle SPE, si legga in luogo di tutti: *Il bilancio consolidato dei gruppi quotati*, PISONI P., BIANCONI P., P. BUSSO D., CISI M., Giuffrè, Milano, 2005, pagg. 40-41

⁹ «Sono escluse le Written Put in quanto il "writer" di una put non ha il controllo sull'esercizio dell'opzione e conseguentemente non può controllare l'acquisizione dei relativi diritti di voto». OIC, *Guida operativa agli aspetti applicativi dei principi IAS/IFRS*, capitolo 14.

più ampio spettro, al diritto di voto, per mezzo di un trattato o d'accordo tra le parti interessate, abbia il solo compito di rafforzare la garanzia concessagli.¹⁰

Di seguito viene fornita in forma schematica l'essenza sia la nozione di controllo così come intesa dalla normativa nazionale, sia quella proposta dai principi contabili internazionali. Il tutto per farne comprendere al meglio i rispettivi significati, ma soprattutto le principali differenze.

Concetto di controllo secondo:

- i principi internazionali IAS 27 paragrafo 14.: in ambito internazionale si fa riferimento ad un controllo non *potenziale* ma *effettivo*, inteso come la concreta capacità di incidere sulle politiche gestionali di un'impresa e di trarne i relativi benefici
Il mero potere di incidere sulle scelte discrezionali (*controllo potenziale o di diritto*) cui non fa seguito un effettivo esercizio dello stesso non configura una pozione di controllo. Il *Board* dello IASB ha efficacemente dichiarato che la nozione di controllo espressa nello IAS 27 include il *controllo di fatto*.
- La Normativa nazionale, art. 26 D.lgs. 127/91: la normativa nazionale pur ammettendo un controllo *di fatto*, nella definizione dello stesso tende a privilegiare l'aspetto formale. Il concetto di controllo si basa sulla *capacità* di poter incidere sulle scelte gestionali di un'impresa senza che ciò necessariamente avvenga.

¹⁰ OIC, *Guida operativa agli aspetti applicativi dei principi IAS/IFRS*, capitolo 14.

ANALISI DEL GRUPPO "TELECOM ITALIA S.p.A." CON L'AUSILIO DEI PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICO - FINANZIARI

I principali indicatori economico-finanziari¹, registrati dal Gruppo Telecom Italia nel 2009, evidenziano un trend in linea con gli obiettivi di redditività e di focalizzazione sulla generazione di cassa annunciati dal Gruppo per il corrente anno. Tali risultati costituiscono un presupposto importante per l'aggiornamento e lo sviluppo delle azioni del Piano 2010 – 2012, centrato sull'estensione dei progetti di efficienza operativa e contenimento dei cash cost, sulla ottimizzazione della gestione finanziaria e sul completamento delle attività di rilancio del business mobile nel segmento Consumer domestico ed in Brasile.

La focalizzazione sui ricavi a più alta marginalità, le iniziative di efficienza e controllo della spesa, finalizzate al contenimento dei cash cost, hanno trovato conferma nell'andamento dell'EBITDA margin organico e dell'EBITDA organico consolidato del 4° trimestre 2009 e dell'intero anno 2009.

In particolare l'EBITDA margin organico consolidato si attesta nell'intero anno 2009 al 41,7% (39,5% nel 2008, +2,2 punti percentuali), mentre in termini assoluti l'EBITDA organico è in lieve flessione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (11.327 milioni di euro nell'intero anno 2009, -52 milioni di euro rispetto al 2008). Nel 4° trimestre 2009 l'EBITDA organico è pari a 2.713 milioni di euro, -20 milioni di euro rispetto allo stesso periodo del 2008, in termini percentuali sui Ricavi l'EBITDA organico si attesta nel 4° trimestre 2009 al 38,8%, con un incremento di 3,2 punti percentuali sullo stesso periodo dell'anno precedente.

⁶¹ CARAMIELLO, *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, 1993; CODA, BRUNETTI E BARBATO, *Indici di bilancio e flussi finanziari: strumenti per l'analisi della gestione*, Etas libri, 1974; INVERNIZZI E MOLTENI, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica: strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*, Etas libri, 1992; PACIOLI L., *Le analisi di bilancio, Indici e flussi*, Giuffrè, 1994; SÒSTERO E FERRARESE, *Analisi di bilancio: strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, 2000.

Tali valori mantengono il Gruppo Telecom Italia tra i top performers del settore.

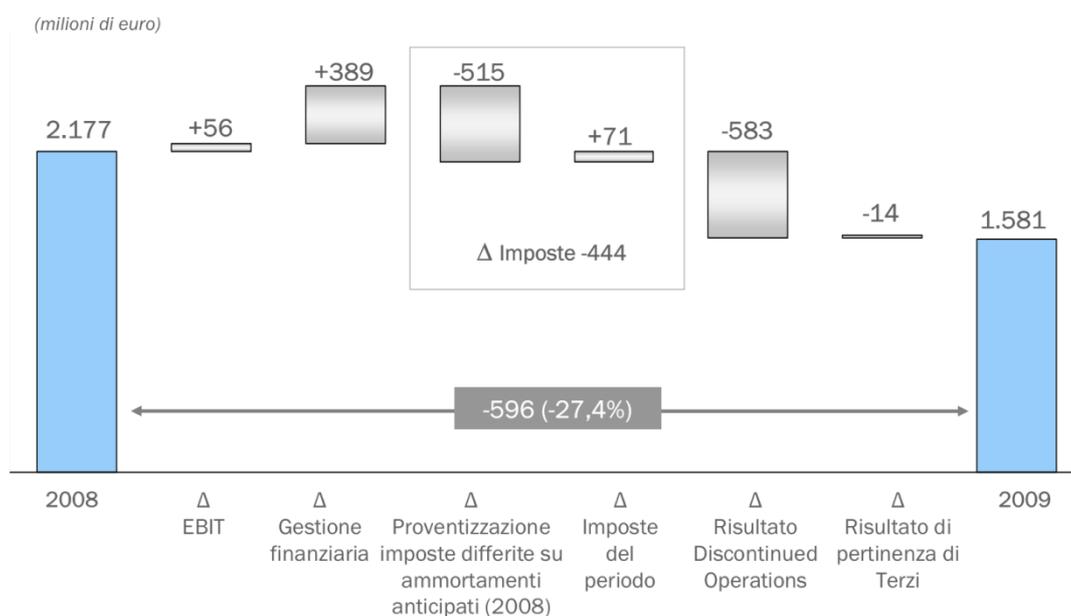
Gli interventi sopra indicati su ricavi e costi, unitamente ad una rigorosa disciplina finanziaria, hanno permesso di ottenere un flusso di cassa operativo di 6,3 miliardi di euro nel 2009, superiore di 662 milioni di euro al corrispondente periodo del 2008. In termini percentuali sui ricavi il flusso di cassa rappresenta il 23,2% dei ricavi, in incremento di 3,8 punti percentuali rispetto al 2008.

Il positivo andamento della gestione operativa, nonché l'efficace gestione finanziaria hanno consentito di incrementare l'Utile prima delle imposte di 445 milioni di euro (+15,4%) rispetto al 2008.

Andamento economico consolidato dell'esercizio 2009

I principali indicatori economici dell'esercizio 2009, confrontati con quelli del 2008 sono i seguenti:

(milioni di euro)	2009 (a)	2008 (b)	Variazioni (a-b)		
			assolute	%	% organica
RICAVI	27.163	29.000	(1.837)	(6,3)	(5,6)
EBITDA	11.115	11.090	25	0,2	(0,5)
MARGINE SUI RICAVI	40,9%	38,2%	2,7 pp		
MARGINE ORGANICO SUI RICAVI	41,7%	39,5%	2,2 pp		
EBIT	5.493	5.437	56	1,0	0,5
MARGINE SUI RICAVI	20,2%	18,7%	1,5 pp		
MARGINE ORGANICO SUI RICAVI	21,2%	19,9%	1,3 pp		
UTILE PRIMA DELLE IMPOSTE DERIVANTE DALLE ATTIVITA' IN FUNZIONAMENTO	3.339	2.894	445	15,4	
UTILE DERIVANTE DALLE ATTIVITA' IN FUNZIONAMENTO	2.218	2.217	1	0,0	
UTILE (PERDITA) DA ATTIVITÀ CESSATE/ATTIVITÀ NON CORRENTI DESTINATE AD ESSERE CEDUTE	(622)	(39)	(583)	°	
UTILE DELL'ESERCIZIO	1.596	2.178	(582)	(26,7)	
UTILE DELL'ESERCIZIO ATTRIBUIBILE AI SOCI DELLA CONTROLLANTE	1.581	2.177	(596)	(27,4)	



Indicatori alternativi di performance

Nella Relazione sulla gestione e nel Bilancio consolidato del Gruppo Telecom Italia per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, in aggiunta agli indicatori finanziari convenzionali previsti dagli IFRS, vengono presentati alcuni *indicatori alternativi di performance*, al fine di consentire una migliore valutazione dell'andamento della gestione economica e della situazione patrimoniale e finanziaria. Tali indicatori, che vengono anche presentati nelle relazioni finanziarie infrannuali (relazione finanziaria semestrale al 30 giugno e resoconti intermedi di gestione al 31 marzo e al 30 settembre), non devono, comunque, essere considerati sostitutivi di quelli convenzionali previsti dagli IFRS.

Gli indicatori alternativi di performance utilizzati sono nel seguito illustrati:

- EBITDA: tale indicatore è utilizzato da Telecom Italia come *financial target* nelle presentazioni interne (*business plan*) e in quelle esterne (agli analisti e agli investitori) e rappresenta un'utile unità di misura per la valutazione delle *performance* operative del Gruppo (nel suo complesso e a livello di Business

Unit) e della Capogruppo Telecom Italia S.p.A. in aggiunta all'EBIT. Questi indicatori vengono determinati come segue:

Utile prima delle imposte derivante dalle attività in funzionamento	
+	Oneri finanziari
-	Proventi finanziari
+/-	Altri oneri/(Proventi) da partecipazioni (1)
+/-	Quota dei risultati delle partecipazioni in imprese collegate e a controllo congiunto valutate con il metodo del patrimonio netto (2)
EBIT- Risultato Operativo	
+/-	Svalutazioni/(Ripristini di valore) di attività non correnti
+/-	Minusvalenze/(Plusvalenze) da realizzo di attività non correnti
+	Ammortamenti
EBITDA-Risultato Operativo Ante Ammortamenti, Plusvalenze/(Minusvalenze) e Ripristini di valore/(Svalutazioni) di Attività non correnti	

(1) "Oneri (Proventi) da partecipazioni" per Telecom Italia S.p.A.

(2) Voce presente solo a livello di Gruppo.

- Variazione organica dei Ricavi, dell'EBITDA e dell'EBIT:** tali indicatori esprimono la variazione in valore assoluto e/o in percentuale dei ricavi, dell'EBITDA e dell'EBIT, escludendo, ove presenti, gli effetti della variazione dell'area di consolidamento, delle differenze cambio e delle componenti non organiche costituite dalle poste non ricorrenti e da altri proventi/oneri non organici. Telecom Italia ritiene che la presentazione di tale informazione addizionale permetta di interpretare in maniera più completa ed efficace le *performance* operative del Gruppo (nel suo complesso e con riferimento alle Business Unit) e della Capogruppo. La variazione organica dei ricavi, dell'EBITDA e dell'EBIT viene anche utilizzata nelle presentazioni agli analisti ed agli investitori. Nell'ambito della presente Relazione sulla gestione sono forniti i dettagli dei valori economici utilizzati per la costruzione della variazione organica, nonché un'analisi delle principali componenti non organiche per gli esercizi 2009 e 2008.

- Indebitamento Finanziario Netto:** Telecom Italia ritiene che l'Indebitamento Finanziario Netto rappresenti un indicatore della capacità di fare fronte alle proprie obbligazioni di natura finanziaria, rappresentate dal Debito Finanziario Lordo ridotto della Cassa e Altre Disponibilità Liquide Equivalenti e di altre Attività Finanziarie. Nell'ambito della presente Relazione sulla Gestione sono inserite due tabelle che evidenziano i valori della situazione patrimoniale-finanziaria utilizzati per il calcolo dell'Indebitamento Finanziario Netto, rispettivamente del Gruppo e della Capogruppo.

Al fine di meglio rappresentare la reale dinamica dell'indebitamento finanziario netto, a partire dalla Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2009, si è ritenuto di presentare, in aggiunta al consueto indicatore (ridefinito "Indebitamento finanziario netto contabile"), anche una nuova misura denominata "Indebitamento finanziario netto rettificato", che esclude gli effetti meramente contabili derivanti dalla valutazione al *fair value* dei derivati, e delle correlate passività/attività finanziarie. Infatti, la volatilità dei tassi di interesse e cambi, che ha contraddistinto i mercati finanziari a partire dal quarto trimestre 2008, ha influenzato fortemente la valutazione a mercato (*fair value*) delle posizioni in derivati e delle correlate passività/attività finanziarie.

La nuova misurazione dell'indebitamento finanziario netto verrà costantemente utilizzata fornendo altresì i relativi dati comparativi per i periodi precedenti.

L'indebitamento finanziario netto viene determinato come segue:

+ Passività finanziarie non-correnti
+ Passività finanziarie correnti
+ Passività finanziarie direttamente correlate ad Attività non correnti destinate ad essere cedute
A) Debito Finanziario lordo
+ Attività finanziarie non correnti
+ Attività finanziarie correnti
+ Attività finanziarie comprese nelle Attività non correnti destinate ad essere cedute
B) Attività Finanziarie
C=(A - B) Indebitamento finanziario netto contabile
D) Storno valutazione al fair value di derivati e correlate passività/attività finanziarie
E=(C + D) Indebitamento finanziario netto rettificato

ANALISI DI BILANCIO DEL GRUPPO "TELECOM ITALIA S.p.A."

Analisi del bilancio per indici¹ del Gruppo "Telecom Italia S.p.a."

Il bilancio di esercizio del Gruppo "Telecom Italia Spa" è stato attentamente analizzato, ed è stato calcolato un sistema di indicatori volti ad indagare i vari aspetti della gestione aziendale (Tavola 1)². La scelta degli indicatori è stata effettuata con l'obiettivo di fornire un'analisi dell'attività aziendale.

Appare opportuno inquadrare i risultati economico-finanziari del Gruppo Telecom partendo dall'aspetto dimensionale, sintetizzato dai ricavi delle vendite, dal quale emerge la dimensione elevata ma pur sempre in diminuzione rispetto agli anni precedenti. Di seguito si riportano i valori degli indici di bilancio più significativi del Gruppo Telecom Italia S.p.A. per il triennio 2007-2010. L'analisi prenderà le mosse dagli indici di sviluppo per poi focalizzare l'attenzione sulla redditività ed infine analizzare la struttura finanziaria. Ruolo chiave nell'evidenziare le dinamiche economico-finanziarie che caratterizzano l'impresa oggetto di analisi, è ricoperto dal suo grado di sviluppo, individuabile lungo due principali coordinate:

- il volume di attività, espresso dal tasso di variazione del fatturato;
- gli investimenti in immobilizzazioni materiali, misurati dal tasso di accumulazione.³

Sotto il primo punto di vista dobbiamo precisare che i tassi di variazione dell'impresa oggetto di analisi risultano spesso di entità simile tra loro, e questo è dovuto ai costanti investimenti che caratterizzano la vita aziendale.

⁶² CARAMIELLO, *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, 1993; CORONELLA E PODDIGHE, *Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi*, Cedam, 2001; FACCHINETTI, *le analisi di bilancio: logica e metodologia delle analisi per margini, indici e flussi per la conoscenza della realtà aziendale*, il sole-24 ore, 2001; FERRERO, DEZZANI, PISONI, PUDDU, *Le analisi di bilancio, indici e flussi*, Giuffrè, 1998; MELLA, *Indici di bilancio: logica e procedura dell'analisi*, Pirola editore, 1994.

⁶³ Le modalità di costruzione degli indicatori sono descritti nelle note metodologiche.

⁶⁴ I tassi di accumulazione sono stati calcolati estrapolando, dalle note integrative dei bilanci di esercizio dell'impresa analizzata, i valori lordi delle immobilizzazioni materiali. Tali valori, infatti, non sono desumibili dai soli schemi di stato patrimoniale trattandosi di bilanci in forma ordinaria.

Il Gruppo Telecom pur mantenendo alto il fatturato continua negli anni (periodo analizzato) a far registrare un sostanziale declino delle vendite. Particolarmente accentuata risulta la crisi del 2008 in cui si registrano decrementi del 2,7%, declino che prosegue nel 2009 in misura ancora maggiore (-6,7%).

Il fatturato complessivo risulta quindi in flessione rispetto al 2007, fatto che conferma la necessità di accelerare gli investimenti previsti e fornire così un prodotto più completo ed appetibile nel settore telecomunicazioni.

Tavola 1 - INDICI DI BILANCIO DEL GRUPPO TELECOM ITALIA SPA

	Esercizio 2009	Esercizio 2008	Esercizio 2007
INDICI DI SVILUPPO			
Tasso di variazione dei ricavi	-6,7%	-2,7%	-0,07%
ECONOMICITA'			
ROE	5,8%	8,2%	8,9%
ROA	6,3%	6,3%	6,4%
ROI	9%	8,9%	9,2%
ROI operativo	23,1%	24,5%	22,4%
ROS	20,48%	18,66%	18,86%
Capital turnover	1,12	1,31	1,19
EBITDA Margin	41,7%	39,5%	37,9%
Indici di produttività			
Incidenza costo del lavoro	13,74%	14,18%	12,82%
Costo del lavoro pro capite	52.308	54.620	50.465
Fatturato pro-capite	380.519	385.023	393.503
Produttività del lavoro	208.015	201858	191.998
SOLIDITA'			
Autonomia finanziaria	0,31	0,30	0,29
Indice copertura imm. Tecn.	1,99	1,84	1,71
Indice copertura att. Immob.	0,86	0,84	0,87
Debt Equity finanziario	1,17	1,27	1,34
Intensità indebit. Finanziario	127%	117%	119%
ROD finanziario	13,6%	18,68%	14,26%
Incidenza oneri finanziari	17%	21%	17%
Coverage oneri finanziari	2,34	1,74	2,21
Debiti finanziari / EBITDA	3,1	3,06	3,1

L'analisi degli indici di sviluppo è un'indagine preliminare alla luce della quale esaminare l'aspetto reddituale, variabile realmente rilevante in chiave competitiva. L'indicatore di estrema sintesi della economicità d'impresa, il ROE, con riferimento al Gruppo Telecom, ci mostra una situazione in cui la redditività è in forte declino. Ciò può essere ricollegato agli ingenti investimenti che Telecom ha intrapreso nel 2008 e al conseguente indebitamento che ha fortemente intaccato la solidità del gruppo.

Analisi del ROE utilizzando la formula di "Modigliani-Miller"

Tali circostanze inducono ad approfondire le cause dei risultati in termini di redditività netta guardando ai principali drivers del ROE (tavola 2)⁶⁴.

Commentando i risultati di detta scomposizione, possiamo notare come il conseguimento di una scarsa redditività netta sia imprescindibilmente legato a spreads ROI – ROD finanziario negativi, cui sono riconducibili le pessime performance reddituali del "Gruppo Telecom". E' possibile riscontrare la medesima situazione analizzando l'indice Debt/Equity che mostra risultati inferiori a 2.

Tale situazione è caratterizzata da uno spread negativo, dovuto a ROI modesti se pur maggiori di zero; nonostante ciò il Gruppo Telecom riesce a limitare i danni arrecati da una redditività degli investimenti inferiore al costo del capitale di debito, con una leva finanziaria appena al di sopra dell'unità.

**Tavola 2 – Formula del ROE di Modigliani-Miller per il
"Gruppo Telecom Italia S.p.a."**

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - \text{RODf}) \times \text{Df/E}] \times \text{S} \times \text{I}$$

2007	ROE	= [9 + (9 – 13,6) x 1,17] x 0,6 x 0,66 =	1,43%
2008	ROE	= [8,9 + (8,9 – 18,68) x 1,27] x 0,53 x 0,76 =	1,13%
2009	ROE	= [9,2 + (9,2 – 14,26) x 1,34] x 0,72 x 0,61 =	1,06%

⁶⁴ La redditività netta viene scomposta tramite la nota formula additivo moltiplicativa cosiddetta di Modigliani Miller nelle sue determinanti: il rendimento degli investimenti, l'onerosità del debito, ed il loro differenziale; l'entità dei debiti finanziari; l'impatto delle aree straordinaria e tributaria. Il cuore della formula è rappresentato dallo spread ROI – ROD finanziario, moltiplicato per l'indice Debt / Equity. Il significato è che ogni volta che il rendimento degli investimenti è superiore al costo del debito, all'impresa conviene indebitarsi, in quanto ciò genera un incremento del ROE. Allo stesso modo, se il differenziale è negativo, allora la situazione si capovolge, perché il D/E non moltiplica gli utili, bensì le perdite, e quindi l'effetto del debito è quello di erodere la redditività netta, perché esso viene a costare più di quanto l'impresa sia in grado di produrre con la sua attività operativa.

Sul punto si veda: Giunta (2007) BRUNETTI, CODA, & FAVOTTO, 1991.

Approfondendo l'economicità della gestione caratteristica, tramite l'analisi del ROI operativo e delle sue determinanti ROS e Capital Turnover, si evidenzia come il Gruppo Telecom Italia sia un'azienda virtuosa con ROI operativi sempre positivi e crescenti nell'ultimo esercizio. Detti risultati sono trainati prevalentemente dall'entità del ROS, che rappresenta uno dei principali drivers di *performance* e che nel caso specifico della "Telecom Spa" tende ad aumentare costantemente negli anni. Risulta, infatti, evidente che, benché il fattore "volumi" giochi un ruolo non trascurabile anche nell'ottica di copertura dei costi fissi, determinante per il successo aziendale sarà una politica di differenziazione, che permetta di trarre un elevato margine dalla singola prestazione. Ciò è confermato anche dai dati analizzati, dove si rilevano delle rotazioni del capitale mediamente intorno all'unità; sintomo di strategie volte più alla differenziazione che ad una politica dei "volumi".

Alla luce del quadro delineato, la principale determinante della redditività operativa, appare il ROS, in quanto le rotazioni del capitale sono mediamente appena superiori all'unità. La capacità di spuntare buoni margini si deve coniugare con quella di crescita, in quanto ci troviamo in un settore che sta innovando l'offerta, per cui fattore determinante del successo sarà quello di saper raggiungere i target prefissati nel minor tempo possibile.

Detto dell'economicità operativa e del posizionamento competitivo, punti cardine del presente lavoro, merita soffermarsi in ultima istanza sulla struttura finanziaria e sul costo del debito per il "Gruppo Telecom", essendo la redditività netta funzione non solo del rendimento dei capitali investiti, ma anche delle politiche di raccolta di quei capitali e del loro costo.

L'analisi prende le mosse dall'Indice di autonomia finanziaria che rapporta il capitale proprio al totale passività, ed è il principale indice del grado di patrimonializzazione delle imprese. Il valore parametrico cui la prassi fa riferimento è lo 0,33 al di sotto del quale l'impresa sarebbe in "zona di pericolo" e quindi in condizioni di forte rischio finanziario. Il Gruppo Telecom negli ultimi tre esercizi ha registrato valori vicinissimi alla soglia minima che però tendono ad aumentare, anche se minimamente.

Oltre alla composizione dei finanziamenti appare di particolare interesse anche l'analisi delle forme di copertura degli investimenti. L'attenzione si sposta, quindi, sul

finanziamento delle attività strutturali alle quali, la Telecom Spa riesce a far fronte con le passività consolidate.

Condizioni di scarsa solidità si denota dall'indice di copertura dell'attivo immobilizzato, che rapporta i capitali permanenti (mezzi propri e debiti a medio lungo termine) con tutti gli immobilizzi. Il suo valore mediano è costantemente inferiore all'unità, a dimostrazione del fatto che il Gruppo finanzia l'attivo fisso con debiti a breve, e questo non è certo un segnale positivo, anche se per valutare compiutamente la situazione, si dovrebbe indagare, caso per caso, la natura di tali debiti.

Ed è proprio l'entità del debito, in particolare se messo in relazione con il fatturato, a determinare pesanti effetti economici in termini di oneri finanziari: infatti il Gruppo Telecom, pur riuscendo a reperire capitali ad onerosità contenuta, subiscono gli effetti moltiplicativi di tassi d'intensità dell'indebitamento frequentemente sopra l'unità generando così incidenze degli oneri finanziari sul fatturato non trascurabili. Il colosso delle telecomunicazioni pur non pagando tassi medi troppo elevati, registrano incidenze degli oneri finanziari superiori a quel 5% che la prassi indica come valore parametrico, a causa di debiti finanziari superiori al fatturato.

Tale situazione è riscontrabile osservando l'intensità dell'indebitamento finanziario che con un rapporto debiti finanziari / fatturato superiore all'unità, e tendente ad aumentare nei futuri esercizi, dimostra la situazione debitoria nella quale la Telecom naviga ormai da qualche tempo; il che spinge l'effetto degli oneri finanziari a conto economico ad incidenze di oltre il 17% sul fatturato.

Una compiuta analisi delle condizioni di solvibilità delle imprese richiede, peraltro, l'indagine non solo dell'entità del debito, rapportata al netto ed al fatturato, ma anche della sua *sostenibilità*. Con ciò si intende la capacità dell'impresa di onorare gli impegni assunti con terzi finanziatori, sia in termini di capitale che di interessi, con i flussi economici e finanziari generati dalla gestione.

In tal senso, è emblematico il rapporto tra Debiti finanziari ed EBITDA, che può essere letto come tempo potenziale di rimborso, attraverso gli utili lordi operativi, dei debiti a negoziazione esplicita.

I dati di bilancio ci dimostrano come, ad esempio, il Gruppo Telecom pur avendo debiti finanziari pari ad oltre la metà del capitale investito, "può permetterselo" in quanto riuscirebbe in circa due anni a ripagare il debito attraverso gli utili operativi al lordo degli ammortamenti. Nella prassi il valore parametrico indicato non dovrebbe superare 5, ed i dati provenienti dal bilancio Telecom nell'ultimo triennio vanno a collocarsi al di sotto di tale limite, come frutto di una tendenza al miglioramento, sintomo del graduale raggiungimento delle condizioni ottimali di efficienza della gestione

La sostenibilità investe anche l'aspetto di onerosità del debito, che si ricollega all'indice precedentemente osservato, Oneri finanziari / Fatturato; in questo contesto di particolare utilità appare l'analisi degli indici di *coverage* e segnatamente il rapporto EBITDA / Oneri finanziari. Il rapporto in questione conferma la sostanziale insostenibilità degli interessi sul debito da parte di Telecom S.p.a.; questo si evince dall'analisi dei risultati generati da detto indice negli ultimi tre esercizi e che sono decisamente inferiori ai valori parametrici in uso nella prassi (> 4).

Note Metodologiche

L'analisi per indici del bilancio del Gruppo Telecom Spa, ha permesso di creare uno schema rappresentativo della economicità e solidità del Gruppo per il quale sono stati elaborati altri indici attraverso un attento esame della nota integrativa e della relazione sulla gestione, del Gruppo "Telecom Italia S.p.A."

La "tavola 3" indica i valori di bilancio che sono stati utilizzati per realizzare i diversi indici.

Tavola 3 - Modalità di costruzione dei diversi indici utilizzati

INDICI DI SVILUPPO	Numeratore	Denominatore
Tasso di variazione dei ricavi	Var. Ricavi (t,t-1)	Ricavi (t-1)
ECONOMICITA'		
ROE	Utile	Patrimonio Netto
ROA	RAOF	Totale Attivo
ROI (*)	RAOF	CIN
ROI operativo (*)	Margine oper. netto (MON)	COIN
ROS	Margine oper. netto (MON)	Ricavi
Capital Turnover (*)	Ricavi	COIN
EBITDA Margin	Margine oper. lordo (MOL)	Ricavi
Indici di produttività		
Incidenza costo del lavoro	Costo del personale	Ricavi
Costo del lavoro pro capite	Costo del personale	Numero dipendenti
Fatturato pro-capite	Ricavi	Numero dipendenti
Produttività del lavoro	Valore Aggiunto	Numero dipendenti
SOLIDITA'		
Autonomia finanziaria	Patrimonio Netto	Tot. Passivo + Netto
Indice copertura immob. tecniche	Patrimonio Netto	Immob. Materiali
Indice copertura attivo immobilizz.	Passività consolidate	Attivo Immobilizzato
Debt Equity finanziario (*)	Debiti finanziari	Patrimonio Netto
Intensità indebitamento finanziario (*)	Debiti finanziari	Ricavi
ROD finanziario (*)	Oneri finanziari	Debiti finanziari
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari	Ricavi
Coverage oneri finanziari (**)	Margine oper. lordo (MOL)	Oneri finanziari
Debiti finanziari / EBITDA (*) (***)	Debiti finanziari	Margine oper. lordo (MOL)
(*) indici disponibili esclusivamente per le imprese con bilancio in forma ordinaria (**) indice calcolato solamente per imprese con oneri finanziari superiori ai 5.000 € e MOL positivo (***) si sono escluse dal calcolo degli indicatori statistici (quartili, media, dev.st.) le imprese con indice negativo		

BIBLIOGRAFIA

- ABRIANI N., ONESTI F., *La riforma delle società di capitali; aziendalisti e giuristi a confronto*, Giuffré, Milano, 2004.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994.
- ALZONA G., *Dall'analisi dell'impresa allo studio dei gruppi*, in: ZANETTI G., FRIGERIO P., *Economia e politica industriale*, Cetim, Milano, 1985.
- ANDREI P., *La traduzione nei bilanci espressi in valuta estera*, in: Rinaldi L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: le novità dei principi contabili nazionali e internazionali: le procedure operative. Esempi e casi*. Il sole 24 ore, Milano, 2006.
- ANDREI P., *Il bilancio consolidato nei gruppi internazionali*, Giuffré, Milano, 1994.
- ANDREI P., *La struttura il contenuto del bilancio di esercizio* in: Andrei P., Azzali S., Orlandini. A.M., *il bilancio d'esercizio d'impresa*, Giuffré, Milano, 2000.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali lezioni di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2003.
- AZZALI S., *Il reddito e il capitale di gruppo*, Giuffré, Milano, 2002.
- AZZALI S., *Il sistema integrato nelle aziende strutturate a gruppo*, in Rinaldi L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: Le novità dei principi contabili nazionali e internazionali: le procedure operative. Esempi e casi*, Il sole 24 ore; Milano, 2006.
- AZZINI L., *I gruppi aziendali*, Giuffré, Milano, 1975.
- AZZINI L., *Autonomia e collaborazione tra le imprese*, Giuffré, Milano, 1964.
- BANDETTINI A., *I bilanci consolidati nei gruppi dell'I.R.I. e dell'E.N.I.*, Corsi, Pisa, 1969.
- BASTIA P., *La formazione del bilancio consolidato*, Bologna, Clueb, 1992
- BAUER R., *Postulati e schemi di bilancio: le revisioni OIC ai principi contabili n. 11 e 12*, 2005, vol. 20, n. 20.
- BAUER R., *Sulle operazioni infragruppo le informazioni in bilancio sono "targate" IAS*, in *Amministrazione & Finanza*, 2003, vol. 18, n. 9.

- BERETTA S., *Il controllo nei gruppi industriali*, Egea, Milano, 1990.
- BERTONI A., I documenti che compongono il bilancio consolidato, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004.
- BRIOSCHI F., BOZZACCHI L., COLOMBO M. G., *Gruppi di imprese e mercato finanziario*, La nuova Italia Scientifica, Roma, 1990.
- BRUNETTI S., *Il ruolo del bilancio consolidato nel governo dei gruppi di imprese*, in: AA.VV., *Il bilancio consolidato – VII Direttiva comunitaria e principi contabili*, Cedam, Padova, 1985.
- BUONOCORE V., *Le società. Disposizioni generali*, in: *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger P., Giuffré, Milano, 2000.
- CAFFERATA R., *Il sistema della partecipazioni statali in Italia. Dalle origini alle privatizzazioni*, in: AA.VV., *L'intervento nel governo delle imprese: l'esperienza italiana*, in *Finanza Marketing e Produzione*, 1997, giugno, supplemento al n. 2.
- CAMERAN M., *Le teorie di consolidamento*, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004.
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, Utet, Torino, 1999, 4° edizione.
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, Campobasso M., (a cura di), Utet, Torino, 2006.
- CANNARI L., GOLA C., *La diffusione dei gruppi industriali in Italia*, in: BALZARINI P., CARGANO G., MUCCIARELLI G. (a cura di), *I gruppi di società*, Giuffré, Milano, 1996.
- CARMEL R. "Il bilancio consolidato" Ed. Il Sole 24 ore, Cedam Padova, 1995
- CARMEL R., *Gli utili e le perdite infragruppo nel bilancio consolidato: loro eliminazione secondo le regole legali e tecniche*, in *Prisma*, 1994, n. 27.
- CARMEL R., *I soggetti del bilancio consolidato: le imprese obbligate alla redazione e l'area di consolidamento*, in *Prisma*, 1994, n. 26.
- CARMEL R., *La nota integrativa consolidata: il suo contenuto specifico*, in *Prisma*, 1995, n. 30.

- CAMEL R., *Controllo e area di consolidamento: le diverse situazioni previste dalle norme italiane*, in *Prisma*, 1996, n. 32.
- CARATTOZZOLO M., *Il bilancio consolidato di gruppo*, Giuffrè, Milano, 1994.
- CARRILLO F., *OIC 3: Indicazioni per la nota integrativa e la relazione sulla gestione*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2006, vol. 29, n. 4.
- CASELLI L., FERRANDO P. M., GOZZI A. (a cura di), *Il gruppo nel evoluzione del sistema aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 1990.
- CASSANDRO P. E., *Il bilancio oggettivo dell'impresa*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 1972, n. 3.
- CASSANDRO P. E., *Le multinazionali e il bilancio consolidato*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1985, n. 4.
- CASSANDRO P. E., *I gruppi aziendali*, Cacucci, Bari, 1988.
- CAVAZZONI G., MONTRONE A., MARI M., *Il bilancio comunitario – Contributo allo studio del nuovo bilancio d'esercizio delle società commerciali*, Murena, Cortona, 1992.
- CIAPONI F., *Valutazioni delle partecipazioni con il metodo del patrimonio netto*, in *Amministrazione & Finanza*, 2005, vol. 20, n. 7.
- CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988.
- COLAGRANDE F., *Bilancio consolidato: gli aspetti fiscali*, in *Amministrazione & Finanza*, 1994, vol. 8, n. 1.
- COLUCCI E. – RICCOMAGNO F. "Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato. Analisi e soluzioni tecniche", Ed. Cedam Padova 1999.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI CONSOGLIO NAZIONALE DEI RAGIONIERI(CNDC-CNR), *Documento n. 17 – Il bilancio consolidato*, Giuffrè, Milano, 2005.
- COTTINO G., *Le società. Diritto commerciale*, vol. 1, tomo, 2, Cedam, Padova, 1994, 4° edizione.
- CRISTOFORI G., *Rettifiche di natura fiscale nel bilancio consolidato*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2001, vol. 24, n. 1.
- CRISTOFORI G., *Trattamento dei dividendi infragruppo nel bilancio consolidato*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2000, vol. 23, n. 10.

- CRISTOFORI G., CENEDELLA M., *Leae-back ed eliminazione degli utili infragruppo*, 2001, vol. 24, n. 2.
- DE CRISTOFARO T., *Il bilancio in forma abbreviata*, Aracne, Roma, 2004.
- DE LORENZI P., *Bilancio consolidato: il prospetto dei movimenti del patrimonio netto*, in *Amministrazione & Finanza*, 1996, vol. 11, n. 10.
- DI LAZZARO F., *Esercizi svolti di «metodologie e determinazioni quantitative d'azienda»*, di Di Lazzaro Fabrizio – Musco Gianluca, Giappichelli, 2007.
- DI LAZZARO F., *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Caramiello Pietro, Di Lazzaro Fabrizio, Fiori Giovanni Giuffrè, 2003,
- DI SABATO F., *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Morano, Napoli, 1967.
- DI SABATO F., *Manuale delle società*, Utet, Torino, 1995, 5° edizione.
- DI SABATO F., *Diritto delle società*, Giuffrè, Milano, 2003.
- DISPENSA del corso di economia dei gruppi e bilancio consolidato, Università degli Studi di Napoli "parthenope", 2008.
- FACCHINETTI I., BONACINA T., *Analisi del bilancio consolidato*, Pirola, Milano, 1991.
- FERRARESE P., CRISTOFARI G., *Il bilancio in forma abbreviata: la normativa nazionale e comunitaria, stato patrimoniale e conto economico, nota integrativa in forma abbreviata*, Il Sole 24 ore, Milano, 2004.
- FERRARI B., *L'eliminazione degli utili e perdite infragruppo nella redazione del bilancio consolidato: alcune riflessioni critiche sul principio contabile n. 17 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Ragionieri in Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1999, vol. 50, n. 1.
- FERRI G., *Le società*, in: *Trattato di diritto civile*, fondato da Vassalli F., 1987, 3° edizione.
- FERRI S., *L'armonizzazione contabile alla ricerca ei valori "equi": problematiche e difficoltà nell'introduzione dei principi contabili internazionali*, in *Studi e note di economia*, 2002, n. 2.
- FIUME R., *Azioni proprie e partecipazioni reciproche nel bilancio consolidato*, 2003, n. 5/6.

- FORTUNA, F., *Corporate governante. Soggetti , modelli e sistemi*. Milano, Franco Angeli, 2001
- FORTUNA, F. *Il segmental reporting nel processo informativo d'impresa: comunicazione interna, esterna e creazione di valore*. Milano: Franco Angeli, 2004.
- FOSSATI E., *Direzione e controllo nei gruppi aziendali*, Giuffré, Milano, 1990.
- FRANCO A., *Le operazioni di riorganizzazione infragruppo: profili contabili alla luce dei principi contabili internazionali*, in *Rivista dei dottori Commercialisti*, 2006, vol. 57, n. 1.
- GALBIATI P., *Conferimenti e scissioni – Aspetti normativi, fiscali, e di valutazione*, Egea, Milano, 1995.
- GAVANA G., *La natura e il trattato contabile delle differenze di consolidamento*, in: Rinaldi L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: le novità dei principi contabili nazionali ed internazionali*, Il sole 24 ore, Milano, 2006.
- GHIDINI M., *Società personali*, Cedam, Padova, 1972. GIACCARI F., *Dimensioni e controllo delle imprese – Il ruolo dei gruppi aziendali nella realtà italiana*, Cacucci, Bari, 1996.
- GRANOVETTER M., *Business Groups*, in: SMELSER N., SWEDBERG R. (a cura di), *The Handbook of Economic Sociology*, Russel Sage, New York, 1994.
- GRAZIANI A., *Diritto delle società*, Morano, Napoli, 1962.
- GRILLO M., SILVIA F., *Impresa, concorrenza e organizzazione*, La nuova Italia Scientifica, Roma, 1989.
- GUATRI L., *La produzione e il mercato*, Giuffré, Milano, 1950.
- GUERINI C., COMOLI F., *La relazione degli amministratori*, in: PROVASOLI A. (a cura di), *La IV e la VII direttiva CEE nel progetto di attuazione*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1988, supplemento al n. 5.
- HINTZE S., *La rilevazione contabile delle imposte differite nel bilancio consolidato*, in *Contabilità e Bilancio*, 1990, n. 2.
- IASB, IAS 1, *Presentation of financial statements*, London, 2004.
- IASB, IAS 7, *Cash Flow Satements*, London, 2004.
- IASB, IAS 21, *The Effects of changes in Foreign Exchange Rates*, London, 2004.

- IASB, IAS 27, *Consolidated and separate financial statements*, London, 2004.
- IASB, IAS 36, *Impairment of Assets*, London, 2004.
- IASB, IAS 38, *Intangible Assetes*, London, 2004
- IASB, IFRS 3, *Business Combinations*, London, 2004.
- ASC-CNDC, *Principi contabili internazionali, Ias 2000*, Il Sole 24 ore, Milano, 2000.
- INVERNIZZI G., *Alternative strategiche per lo sviluppo di nuove attività*, in: *Economia & Management*, 1991, vol. 19.
- INSAUDO G., *La rivoluzione delle trasparenze: importanti innovazioni nei nuovi principi di comportamento del collegio sindacale*, in *Il controllo legale dei conti*, 1997, n. 2.
- JORIO P., *I gruppi*, in: Ambrosini S., (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003.
- LAI A., *I gruppi aziendali e bilancio consolidato*, in: Rinaldi L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: le novità dei principi contabili nazionali e internazionali: le procedure operative. Esempi e casi*, Il sole 24 ore, Milano, 2006.
- LIVATINO M., *Imprese esonerate dall'obbligo di redigere il bilancio consolidato ed imprese escluse dall'area di consolidamento. Riflessioni sul decreto di attuazione in Italia della VII Direttiva CEE*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1992, n. 2.
- MANCINI C., POZZA L., *IAS 36 – Impairment of Assets: il test di Impairment nella valutazione delle partecipazioni*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2006, vol. 57, n. 1.
- MARASA G., *Le società senza scopo di lucro*, Giuffré, Milano, 1984.
- MARASA G., *Le società in generale*, in: Iudica G., Zatti P. (a cura di), *Trattato didiritto privato*, Giuffré, Milano, 2000.
- MARI LIBERO M., *I metodi di consolidamento nel bilancio di gruppo*, Giappichelli, Torino, 2001.
- MARINELLI U., *Consolidare secondo chiari principi*, in *Amministrazione e Finanza*, 1992, aprile.
- MASINI C., *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, 1979.

- MASSIMO L., *Obbligo di redazione del bilancio consolidato e l'area di consolidamento*, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004.
- MELLA P., *Guida al bilancio consolidato di gruppo*, Isdaf, Pavia, 1984.
- MELLA P., *Il bilancio consolidato*, Iseadi-Petrini, Torino, 1985.
- MONTRONE A., *Il bilancio di gruppo tra normativa nazionale e principi contabili internazionali. Profili evolutivi e comparativi*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- MOROTTA G., *Valutazione ed iscrizione al conto del patrimonio delle partecipazioni*, in *La finanza locale*, 2007, n. 3.
- MOSCARINI F., *La nazione di controllo nella disciplina del bilancio consolidato. Confronto con i principi contabili internazionali*, in *Rivista Italiana di ragioneria e di Economia aziendale*, 2006, vol. 106, n. 3/4.
- MORO VISCONTI R., *Valutazione delle partecipazioni detenute da società "Holding"*, in *Contabilità finanza a controllo*, 2004, vol. 27, n. 12.
- NATI A. M., *Le partecipazioni e il bilancio di gruppo: problemi di valutazione e di consolidamento*, in *Rivista Italiana di ragioneria e di Economia aziendale*, 1985, n. 4.
- NIGRO A., *Il fallimento del socio illimitatamente irresponsabile*, Giuffrè, Milano, 1974.
- ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1971.
- ONIDA P., *Le dimensioni del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1939.
- PAGANELLI O., *Il bilancio di gruppo. Significato economico e procedimenti di formazione*, Azzoguidi, Bologna, 1968.
- PAGLIARINI G., *Brevi considerazioni sul controllo dei bilanci consolidati*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1990.
- PALEARI S., GUIDICI G., BIROSCHI F., *Effetti economici e contabilità dei dividendi infragruppo: il caso italiano*, 1998, n. 30.
- PASSAPONTI B., *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, Giuffrè, Milano, 1994.
- PASSAPONTI B., *Valutazione delle partecipazioni secondo il metodo del patrimonio netto: aspetti del trattamento della differenza con il costo di acquisto*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1999, vol. 50, n. 6.

- PAVONE LA ROSA A., *Le società controllate. I gruppi, Vol. 2, tomo 1*, in: Colombo G. E., Portale G. B: (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Utet; Torino, 1991.
- PAVONE LA ROSA A. (a cura di), *I gruppi di società. Ricerche per uno studio critico*, Il Mulino, Bologna, 1982.
- PELLICELLI G., *La multinazionale: un nuovo modello d'impresa?*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1972, marzo-aprile.
- PEPE F., *Holdings, gruppi e bilanci consolidati*, Giuffré, Milano, 1982.
- PETIX L., *Aspetti della gestione finanziaria dei gruppi*, Cedam, Padova, 1979.
- PICCOLI A., *Principi contabili internazionali: verso l'armonizzazione contabile*, in *Contabilità finanza a controllo*, vol. 24, n. 2.
- PINI M., *Alcune brevi riflessioni in tema di ricorrenti problematiche professionali riguardanti le differenze di consolidamento*, in: AA.VV., *Il bilancio consolidato: teorie e prassi contabile*, Giappichelli, Torino, 1996.
- PINI M., in: AA. VV., *Il bilancio consolidato: teoria e prassi contabile*, Giappichelli, Torino, 1996.
- PISONI P., *Gruppi aziendali e il bilancio di gruppo*, Giuffré, Milano, 1983.
- PIRAS S., in: Pavone La Rosa A. (a cura di), *I gruppi di società. Ricerche per uno studio critico*, Il Mulino, Bologna, 1982.
- PIZZO M., *"Il fair value" nel bilancio d'esercizio*. Cedam, Padova, 1989.
- POZZOLI S., *Principi contabili internazionali e nazionali: una riflessione*, in *Azieditalia*, 2003, vol. 10, n. 9.
- PRANDINA L., *Il metodo del patrimonio netto nel bilancio consolidato*, in *Contabilità finanza e controllo*, 1995, vol. 18, n. 4.
- PRENCIPE A., TETTAMANZI P., *Le rettifiche di consolidamento nel primo esercizio*, in: Prencipe A., Tettamanzi P. (a cura di), *Bilancio consolidato secondo i principi internazionali*, Egea. Milano, 2004.
- PRENCIPE A., TETTAMANZI P., (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004.
- PRESTI G., RESCIGNO M., *Corso di diritto commerciale, 2. Le Società*, Zanichelli, Bologna, 2005,

- PRINCIPI CONTABILI, *del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e del Consiglio Nazionale dei Ragionieri modificati dall' OIC in relazione alla Riforma del diritto societario*, OIC, 2005.
- QUADRARO P., *Il bilancio consolidato e l'area di consolidamento*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1992, n. 2.
- RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE GRUPPO TELECOM ITALIA SPA al 31 dicembre 2009, Telecom Italia, Sede legale, Piazza degli Affari, 2 – 20123 Milano
- RINALDI L. (a cura di), *Il bilancio consolidato: le novità dei principi contabili nazionali e internazionali: le procedure operative. Esempi e casi*. Il sole 24 ore, Milano, 2006.
- RINALDI L., *Il Bilancio consolidato, teorie di gruppo e assestamento delle partecipazioni*, Giuffré Milano, 1990.
- RINALDI L., *L'analisi del bilancio consolidato, aspetti critici dell'apprezzamento dell'economicità del gruppo tramite la lettura, l'analisi e l'interpretazione del bilancio consolidato*, Giuffré, Milano, 1999.
- RIPARBELLI A., *Correlazioni ed interdipendenze fra organismi aziendali*, Corsi, Pisa, 1962.
- RIZZATO F., *Conto economico e "performance" di gruppo: l'introduzione dei principi contabili internazionali: comparabilità dell'informativa nei Paesi dell'UE*, in *Contabilità e controllo*, 2007, vol. 30, n. 2.
- ROCCA E., *Le quote dei soci di minoranza nel bilancio consolidato secondo gli IAS*, in *Amministrazione & Finanza*, 2005, vol. 20, n. 2.
- RONDINONE N., *I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale*, Giuffré, Milano, 1999.
- ROSCINI VITALI F., *Doc 21: Il metodo del patrimonio netto*, in *Contabilità finanza e controllo*, 1997, vol. 20, supplemento al n. 6.
- SACCON C., *L'area di consolidamento nella previsione normativa internazionale*, Giappichelli, Torino, 2003.
- SANGUINETTI A., *Principi contabili IAS/IFRS schemi di bilancio*, in *Controllo e società negli enti*, 2006, vol. 10, n. 2.

- SANTESSO P., SOSTERO U., *I principi contabili per il bilancio di esercizio*, Il sole 24 ore, Milano, 1997.
- SARACENO P., *Il sistema delle imprese a partecipazione statale nell'esperienza italiana*, Giuffrè, Milano, 1975.
- SARACENO P., *La produzione industriale*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia, 1978, 9° edizione.
- SARCONE S., *I bilanci consolidati di gruppo. Principi e tecnica della loro formazione*, Milano, IPSOA Informatica, 1981
- SARCONE S., *I gruppi aziendali*, Giappichelli, Torino, 1993.
- SARCONE S., *I gruppi aziendali, strutture e bilanci consolidati*, Giappichelli, Torino, 1999.
- SCHIUMA L., *Controllo, governo, e partecipazione al capitale*. Cedam, Padova, 1997.
- SIMONETTO E., *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Cedam, Padova, 1950.
- SUPERTI FURGA F., *Le relazioni tra la capogruppo e un'impresa partecipata nella fase di costruzione degli impianti*, in: AA.VV., *La professione del dottor commercialista*, Estaslibri, Milano, 1979.
- TEECE D., *Economies of Scope and the Scope of Enterprise*, in *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1980, n. 1.
- TEODORI C., *Il bilancio consolidato. La metodologia di costruzione e il profilo informativo*, Giuffrè, Milano, 2003.
- TERZANI S., *Il bilancio consolidato*, Cedam, Padova, 1992.
- TRAVALLA D., *Le operazioni di preconsolidamento*, in: Prencipe A., Tettamanzi P., (a cura di), *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali*, Egea, Milano, 2004.
- VACCÀ S., *Le partecipazioni azionarie e i rapporti contrattuali nella formazione dei gruppi aziendali*, in *Il Risparmio*, 1960, luglio.
- VICARI R., *Il trattamento delle operazioni infragruppo nel bilancio consolidato degli enti creditizi* in *Problemi di gestione dell'impresa*, 1999, n. 27.
- VITO F., *Azienda impresa e gruppo*, Giuffrè, Mialno, 1961.
- VITO F., *I sindacati industriali. Cartelli e gruppi*, Giuffrè, Milano, 1932.

WEIGMANN R., in: Abriani N., Onesti S. (a cura di), *La riforma delle società di capitali: aziendalisti e giuristi a confronto*, Giuffré Milano, 2004.

ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1997.

ZAPPA G., AZZINI L., CUDINI G., *Ragioneria Generale*, Giuffré, Milano, 1949.

ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese, vol. 3*, Giuffè, Milano, 1957.

ZATTONI A., *Economia e governo dei gruppi aziendali*, Egea, Milano, 2000.