

di Marco Colacicco

L'introduzione dei principi contabili internazionali sui bilanci delle società quotate è un tema da tempo sotto gli occhi di tutti, al fine di identificare i casi più evidenti di scostamenti patrimoniali e reddituali rispetto ai risultati prodotti con i tradizionali criteri. Trasparenza e uniformità di valutazione in futuro dovrebbero facilitare i confronti settoriali ma, come si avrà modo di chiarire, insidie e sorprese per il mercato sono un'altra faccia della medaglia di cui è opportuno incominciare a tenere conto, individuando sin da subito quali sono le possibili criticità.

Si cercherà quindi non solo di capire cosa cambia, dal punto di vista del patrimonio e del risultato d'esercizio, ma soprattutto si distingueranno i casi di modifica della sola rappresentazione formale da quelli, ben più delicati e market sensitive, di cambiamento della percezione del valore di un'azienda.

#### Gli effetti sul patrimonio netto e sul nav

Il più evidente effetto derivante dall'introduzione dei principi contabili internazionali è il sostanziale adeguamento della fotografia patrimoniale dell'impresa ai valori di mercato. Si è molto parlato di questo tema, i cui effetti sono tuttavia una tantum e in buona parte ampiamente scontati dalle borse, che già tenevano conto, nella valorizzazione del nav (net asset value), degli effettivi valori patrimoniali delle attività.

Le rivalutazioni patrimoniali più evidenti riguardano il comparto assicurativo (soprattutto Generali, la cui consistenza patrimoniale potrebbe crescere da poco più di 9 a oltre 16 miliardi di euro, e Ras, che potrebbe a sua volta registrare un incremento nell'ordine del 50%), per l'espressione a valore di mercato di titoli e patrimonio immobiliare il più delle volte iscritto a costi storici, nonché Mediobanca, che avendo un nav principalmente rappresentato dalla partecipazione in Generali iscritta al costo storico, dovrebbe registrare una rivalutazione patrimoniale nell'ordine del 70%. Una situazione eterogenea contraddistingue invece il comparto bancario, dove l'effetto negativo generato dall'adeguamento e dall'attualizzazione degli impieghi viene, a seconda dei casi, più o meno bilanciato dalla rivalutazione dei titoli e del patrimonio immobiliare.

Sia i rilevanti effetti patrimoniali sul settore assicurativo sia quelli, più difficili da anticipare

**IDEE & VALORE** L'introduzione dei nuovi principi contabili internazionali imporrà alle società più trasparenza sull'effettiva capacità patrimoniale e reddituale. *Milano Finanza* ha già individuato i settori e le società quotate che ne riceveranno benefici o nelle quali si apriranno voragini

# Arriva lo Ias e si scoprono i trucchi

## I quattro numeri magici da interpretare

*L'impatto degli Ias sulla valutazione delle aziende e sull'apprezzamento che ne dà il mercato in molti casi non sarà banale. L'attenzione di tutti dovrà quindi essere rivolta a quei fenomeni che, in sede di transizione o a regime, potrebbero avere un impatto rilevante e magari, differente dal consensus attuale. La transizione agli Ias sarà il momento opportuno per una riflessione ed, eventualmente, per un re-rating positivo o, al contrario, per stimolare riflessioni e campanelli di allarme, utili, magari a prevenire o limitare qualche crisi.*

*Gli elementi di sensibilità su cui è opportuno concentrarsi, per le opportune verifiche su cosa è eventualmente cambiato, dovranno principalmente essere:*

- 1 - modifiche nell'entità dell'indebitamento finanziario netto, per effetto dei più rigidi (e veri) criteri Ias;
- 2 - sostanziali variazioni nelle consistenze patri-

*moniali, indotte sia dalla rettifica di valori espressi (portafoglio titoli e immobili) sia dall'operazione di pulizia delle consistenze patrimoniali (immobilizzazioni immateriali, crediti e talvolta, di nuovo, titoli e immobili);*

*3 - reale consistenza dell'ebitda, che non rimane automaticamente inalterato per effetto dell'introduzione degli Ias, visto che ora si spesa tutto, a parte costi di sviluppo e software, nei casi e alle condizioni previste, e ammortamento goodwill;*

*4 - criteri e ipotesi annualmente utilizzati per la valutazione e l'iscrizione del goodwill.*

*Oggi è il momento per accendere un faro per anticipare opportunità o a prevenire segnali di crisi, visto che non sempre i segreti delle aziende, che verranno in buona parte svelati grazie agli Ias, sono conoscibili a priori; sarà bene tornare, a consuntivo, su questa analisi per verificare che cosa è cambiato in termini di valore.*

in maniera completa, del comparto bancario non hanno certo costituito delle novità per la borsa, che già scontava questi fenomeni nelle proprie valutazioni. Maggiore è forse stato l'impatto nei casi delle holding, tradizionalmente quotate a sconto, in alcuni casi anche forte, dove si è andati a riscoprire le sottovalutazioni insite nel portafoglio partecipativo. Il caso di Italmobiliare apprezzatosi del 57% nell'ultimo anno e che, tra le altre cose, nasconde una plusvalenza latente di ben 280 milioni di euro (su una capitalizzazione complessiva di 1,9 miliardi) nella sola partecipazione di minoranza dell'1,36% in Unicredit, è emblematico; simili situazioni si sono presentate per Ifi/Ifil e Cofide/Cir.

A ben vedere, però, la rivalutazione delle holding ha in realtà in molti casi una diversa origine, rappresentata dall'introduzione anche in Italia della participation exemption che, a partire dall'

l'anno scorso, all'improvviso ha azzerato un carico fiscale a seconda dei casi compreso tra il 19 e il 34% (volendo considerare la vecchia aliquota) gravante sui plusvalori latenti. Di tutto questo le quotazioni dei mercati tengono già in buona parte conto.

Due fenomeni, che influenzeranno invece la fase di passaggio agli

Ias e le valutazioni a regime, meritano invece particolare attenzione, perché possono nascondere criticità e sorprese. Nell'ambito della fase di transizione ai nuovi principi internazionali una cura particolare dovrà essere destinata alla lettura del primo prospetto documentale di passaggio agli Ias (che, per chi non si avvarrà della deroga appena concessa dalla Consob, sarà la prima trimestrale 2005); in particolare, dovranno essere esaminati, e confrontati con cautela con i valori evidenziati nella precedente informativa contabile, sia l'indebitamento finanziario netto che il patrimonio netto. Il passaggio agli Ias potrebbe evidenziare da un lato sottovalutazioni patrimoniali non ancora completamente conosciute o scontate dai mercati ma, al contrario, potrebbe anche essere il pretesto per fare operazioni di pulizia, svelando pertanto impreviste «verità nascoste».

Più d'uno vorrà cogliere l'occasione per dare una definitiva sistemata a tante dubbie posizioni passate e, in molti casi, trova anche l'occasione (talora la giustificazione) per non far transitare tali perdite dal conto economico; gli Ias potrebbero rilevare così situazioni e segreti ignoti al mercato ma anche, sicuramente, generare campanelli d'allarme per il lettore di bilancio più serio e attento.

Non resta che aspettare poco: al di là delle stime che sono state già fatte dai mercati, e che in molti casi dovrebbero sostanzial-

mente anticipare la reale fotografia patrimoniale delle quotate, i veri effetti, e il vero stato di salute, di tutte le imprese lo scopriremo quindi solo tra pochi mesi, con un'attenta lettura del prospetto delle movimentazioni del

patrimonio netto e della posizione finanziaria netta.

Se la verifica degli eventuali scostamenti patrimoniali e finanziari di rilievo rappresenta l'aspetto

più importante e delicato della fase di transizione, un secondo, delicato tema, dovrà invece sempre essere monitorato a regime. Le imprese avranno la possibilità di non ammortizzare più, a determinate condizioni, il valore di avviamento iscritto in bilancio. Gli impatti non sono marginali: il patrimonio netto potrebbe essere rappresentato, in tutto o in parte, da attività intangibili, e la capacità reddituale, come si tratterà nel seguito, non verrà più influenzata dall'ammortamento del goodwill.

Questo effetto produrrà una serie di conseguenze che non sono ancora del tutto scontate dai mercati (e lo si vedrà a proposito dell'impatto sugli utili) ma soprattutto, se mal gestito, rischia di produrre conseguenze del tutto destabilizzanti. Imprese in cattivo stato di salute, o reduci da ac-

quisizioni a caro prezzo che hanno bruciato valore, potrebbero tentare di sfruttare questa possibilità per dissimulare il vero stato di salute, patrimoniale, finanziario ed economico. Assume pertanto un rilievo determinante, nell'interesse dei mercati, la serietà con cui verranno effettuati i periodici test finalizzati a verificare la congruità del fair value iscritto in bilancio.

Sarà compito del mercato, e soprattutto di coloro che valutano e danno credito alle imprese, attribuire sempre una priorità attenta e scrupolosa all'esame dei criteri che sottendono a queste analisi e dei soggetti che le hanno effettuate, in modo di anticipare e comprendere il reale stato di salute di un'azienda, indipendentemente dall'informativa che viene fornita.

#### Gli effetti sull'utile

La grande rivoluzione degli Ias in termini reddituali è rappresentata dal mancato ammortamento del goodwill (avviamento). Gli effetti economici si annun-

ciano talora significativi e non sono sempre pienamente scontati dai mercati. Ammesso e non concesso, come si dirà nel seguito, che l'ebitda (margine operativo lordo) non

cambi, il mancato ammortamento del goodwill avrà talora un rilevante impatto soprattutto sui p/e (price/earning), facendo giustizia di quelle anomale situazioni dove ingenti ebitda si perdono completamente e danno talora anche origine a perdite.

Ecco che il pensiero corre a quelle società che fanno grande cassa, hanno dei processi di de-leverage in corso ma il cui valore non è ancora pienamente scontato dai mercati. Anche se non tutti gli analisti sembrano essere d'accordo, un probabile processo di re-rating dovrebbe interessare le telecom, principalmente quelle straniere, dove livelli di ev/ebitda contenuti, e nell'intorno prospettico di 5, non sono attualmente fotografati in maniera idonea dai p/e, compresi dai goodwill generati da quell'epoca di irripetibili follie che è stato il

## L'IMPATTO MAGGIORE VERRA DAL NUOVO TRATTAMENTO DEL GOODWILL

periodo a cavallo del 2000. Vodafone, France télécom e Deutsche telekom sono tre esempi del tutto emblematici. In questi casi la sfida, in termini di valore futuro, sarà rappresentata dal mantenimento di una generazione di cassa (che la competizione sta ovunque mettendo a dura prova) sempre idonea a generare un rapido rientro dal debito. Gli elementi positivi quali i tuttora elevatissimi flussi di cassa, la creazione di valore generata dai progressivi de-leverage e la copertura dei tassi di interesse, in molti casi parzialmente già effettuata, potrebbero fare premio rispetto a elementi sfavorevoli quali la sostenibilità degli attuali alti margini e il previsto incremento dei tassi di interesse. Certo è che, a fronte di un rapporto ev/ebitda sicuramente attraente e a tutti gli altri elementi positivi sopra evidenziati, il mancato ammortamento del goodwill renderà queste realtà più visibili anche in termini di p/e.

Questa osservazione, valida in generale per l'intero settore delle telecom, riguarda invece nel particolare tutti i casi di imprese il cui conto economico è attualmente depresso da elevati ammortamenti del goodwill, a fronte comunque di un'adeguata capacità di generare cassa. Il caso più evidente è rappresentato da tutte le società interessate in passato da processi di buy-out a leva, o che sono cresciute utilizzando la leva, quali Edison, Telecom e Autogrill. Quest'ultima dovrebbe più che triplicare l'utile netto per effetto dell'eliminazione di circa 84 milioni di ammortamento avviamento: Telecom avrebbe chiuso il 2004, eliminando l'ammortamento del goodwill, con un utile di 2,3 miliardi di euro al posto di quello effettivo di 781 mi-

## Conti correnti bancari

### Secondo l'Abi l'Italia è tra le meno care

*Italia batte Spagna, Germania e Francia per quanto riguarda i prezzi dei servizi bancari. A sostenerlo è una ricerca commissionata dall'Abi alla società di consulenza Mercer Oliver Wyman, in base alla quale il livello medio dei prezzi italiani si attesta sui 65 euro, contro i 68 euro degli istituti di credito tedeschi, gli 86 euro di quelli spagnoli e i 94 euro di quelli francesi. L'analisi condotta sui primi sette mercati bancari del Vecchio continente (Italia, Francia, Gran Bretagna, Germania, Spagna, Olanda e Belgio) mostra come in Italia il prezzo medio effettivamente pagato per chi opera su conto corrente (ossia una volta ponderato il fenomeno delle contestazioni e la remunerazione delle giacenze) risulti inferiore alla media dell'Ue, ferma sui 78 euro, malgrado gli exploit del regno Unito (12 euro), Olanda (18 euro) e Belgio (27 euro). A determinare i prezzi italiani, viene osservato dallo studio, è la sottopenetrazione dei conti correnti dovuta in buona parte alle co-intestazioni e la remunerazione delle giacenze, mentre i valori di Belgio, Olanda e Gran Bretagna (19 euro di media) risentono delle caratteristiche peculiari dei*

loro mercati finanziari, più sbilanciati su servizi di investimento, prestiti al consumo e mutui. Non a caso il totale dei ricavi da conto corrente e prodotti a valore aggiunto vede in testa la Gran Bretagna con 2.762 euro (12 euro provenienti da servizi di concorrente e 2.750 da servizi a valore aggiunto), seguita dall'Olanda con 2.388 euro (18 e 2.370), dalla Germania con 1.708 euro (68 e 1.640), dalla Francia con 1.534 euro (94 e 1.240), dal Belgio con 1.217 euro (27 e 1.190), dalla Spagna con 711 euro (86 e 625) e dall'Italia con 754 euro (65 e 689).

Tornando ai prezzi, l'analisi Mercer Oliver Wyman sui primi 4-5 gruppi bancari per ciascun mercato (per l'Italia: Banca Intesa, Unicredit, Sanpaolo, Montepaschi, Bnl, Capitalia e Banca del Piemonte in rappresentanza dei piccoli istituti) evidenzia come i prezzi medi effettivi dei conti correnti si attestino, per l'Italia, sui 133 euro, sui 103 euro per la Germania, sui 96 euro per la Francia, sui 92 euro della Spagna e sui 44 euro del Belgio. Prezzi sui 29 euro, infine, per l'Olanda e sui 16 euro per la Gran Bre-

gnia. Ma i nuovi principi contabili potrebbero comportare, anche dal punto di vista reddituale, sorprese ed effetti negativi, visto che in alcuni casi l'impatto andrà direttamente a toccare il livello dell'ebitda. Si tratta in particolare di tutte quelle situazioni, proprie di alcune aziende del settore industriale e sino a oggi impropriamente sfruttate soprattutto dalle aziende in crisi, di capitalizzazione delle spese di ricerca, pubblicità e di altre immobilizzazioni immateriali, sul presupposto di un futuro contributo alla redditività aziendale. Questa facoltà viene ora meno e il mercato sarà in grado di verificare con immediatezza e trasparenza la reale marginalità delle imprese.

la fotografia patrimoniale e reddituale.

Ma i nuovi principi contabili potrebbero comportare, anche dal punto di vista reddituale, sorprese ed effetti negativi, visto che in alcuni casi l'impatto andrà direttamente a toccare il livello dell'ebitda. Si tratta in particolare di tutte quelle situazioni, proprie di alcune aziende del settore industriale e sino a oggi impropriamente sfruttate soprattutto dalle aziende in crisi, di capitalizzazione delle spese di ricerca, pubblicità e di altre immobilizzazioni immateriali, sul presupposto di un futuro contributo alla redditività aziendale. Questa facoltà viene ora meno e il mercato sarà in grado di verificare con immediatezza e trasparenza la reale marginalità delle imprese.

#### I maggiori pay-out

Maggiore patrimonio e utili più elevati significano, potenzialmente, maggiori dividendi distribuibili. La rivalutazione delle attività patrimoniali, a fronte di una stabilità del debito netto, determina talora un sostanziale miglioramento del rapporto deb/equity e apre pertanto spazi per un maggior pay-out.

Se questa osservazione è immediata e intuitiva, è tuttavia sempre opportuno inquadrare l'analisi anche, e soprattutto, nell'ambito del rapporto tra il debito netto e l'ebitda o, più in generale, la capacità reddituale e di generare flussi di cassa di un'azienda. È questa, indipendentemente dalle rivalutazioni patrimoniali, la vera stella polare che deve continuare a guidare le scelte in ordine alla distribuzione dei dividendi, al fine di non deperire e ridurre il valore d'impresa. L'attenta analisi della fotografia patrimoniale delle società quotate che risulterà dopo il primo rendiconto 2005 pubblicato con i criteri Ias potrà dare indicazioni utili anche in questo senso e potrà permettere di anticipare le scelte aziendali.

Alcune imprese sono già avanti in questa analisi e in alcuni casi hanno anche già annunciato l'intenzione di avvalersi delle rivalutazioni patrimoniali per aumentare in maniera sostanziosa il dividendo, come è per esempio il caso di Burani. Ancora una volta attenzione in futuro a valutare le diverse situazioni che si presenteranno: questi effetti, se non sono supportati da un adeguato miglioramento dei flussi di cassa e del rapporto tra debito e margine operativo, rischiano di avere un carattere straordinario e di non essere espressione della effettiva capacità di distribuire dividendi nel medio termine. (riproduzione riservata)

## ORA IL P/E TORNA DI MODA

nomici sono stati fortemente gravati dal peso di acquisizioni, significative per le dimensioni o il prezzo pagato, che ne hanno a lungo compromesso prezzi di borsa e redditività. Due sono gli esempi più evidenti: quello della Popolare di Milano, a lungo depressa dall'acquisizione della Legnano (il cui avviamento pesa in maniera sostanziale sui dati di bilancio) e la cui rivincita nei confronti del mercato si è tuttavia già in buona parte consumata, e la Popolare di Lodi, per la quale i numeri conseguenti all'introduzione degli Ias (anche in conseguenza delle put a suo carico) rappresentano un importante banco di prova del-

maniera sostanziale sui dati di bilancio) e la cui rivincita nei confronti del mercato si è tuttavia già in buona parte consumata, e la Popolare di Lodi, per la quale i numeri conseguenti all'introduzione degli Ias (anche in conseguenza delle put a suo carico) rappresentano un importante banco di prova del-



di Giovanni Barbara - partner KStudio associato (Kpmg)

**ROSSO & NERO**

## Collegio sindacale alla prova del controllo contabile

La recente riforma del diritto societario introduce l'istituto del controllo contabile anche per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e per quelle che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato. Queste società possono scegliere se affidare questa attività al collegio sindacale o alle società di revisione.

L'introduzione del nuovo controllo contabile all'interno della media impresa italiana segna una piccola rivoluzione culturale che, se ben sfruttata, dovrebbe permettere di migliorare l'appel dell'azienda sul mercato. Eppure, anche gli effetti di modernizzazione di questa riforma rischiano di essere sviliti dalla prassi che sta prendendo piede.

In primis perché molte società hanno fatto un banale conto della serva, scegliendo il soggetto disponibile ad applicare compensi più contenuti di quelli determinabili con l'applicazione di tariffe professionali.

In alcuni casi il controllo contabile è ad-

dirittura effettuato gratuitamente da professionisti che già ricoprono l'incarico all'interno delle società. Considerare il controllo contabile come una pura commodity, scegliendo la professionalità solo sulla base della gestione dei costi, può risultare un grave errore strategico per la media impresa. Il controllo contabile richiede una organizzazione di uomini e di mezzi non indifferente per seguire e applicare i principi di revisione contabile con una serie di attività particolarmente onerose (inventario di magazzino, circolarizzazione clienti ecc.).

Servono anche metodologie per l'identificazione e la gestione preventiva dei rischi. Se ben effettuato il controllo contabile dei conti può funzionare da tableau de bord per il controllo direzionale dell'impresa. Occorre tenere ben presente, inoltre, che la stella polare della progressiva integrazione dei mercati è il principio della trasparenza e non certo quello dell'opacità.

È evidente che l'esercizio di tale con-

trollo è più congeniale per le società di revisione che sono organizzate istituzionalmente per lo svolgimento di tali attività. Per i sindaci che operano personalmente o al massimo avvalendosi di uno o due ausiliari è più complesso. In questa prospettiva i sindaci a cui è richiesto di effettuare il controllo contabile possono decidere tra due alternative operative:

- 1) dedicare tutti gli sforzi professionali esclusivamente a poche e selezionate società, accettando l'incarico solo da queste, considerato l'impegno che questo comporta a livello individuale;
- 2) continuare a svolgere anche l'attività professionale, accordando come in passato piena disponibilità a ricoprire più cariche sindacali, avvalendosi di ausiliari in grado di svolgere il controllo contabile in compliance con i principi di revisione contabile.

La seconda opzione sembra quella più logica, efficiente e anche più compatibile con la cultura e la tradizione italiana che

ha sempre visto i professionisti coniugare una libera attività professionale con gli incarichi sindacali, piuttosto che operare in via esclusiva all'interno dei collegi.

La prevalenza di quest'indirizzo determina conseguenze di notevole portata. Infatti, la competenza per la determinazione della retribuzione annuale dei sindaci, che per legge è attribuita all'assemblea dei soci, dovrebbe essere determinata tramite l'applicazione di tariffe professionali. Tutto ciò non certo per riconoscere maggiori compensi ai controllori bensì per evitare che alcuni di essi, per non perdere la carica, accettino compromessi che di fatto si traducono inesorabilmente in controlli inadeguati o di scarsa qualità.

Il nuovo scenario impone serietà e scelte rigorose. Il tempo dei professionisti che accettano qualsiasi compenso pur di mantenere l'incarico esclusivamente per poter meglio presidiare network relazionali deve finire. (riproduzione riservata)