



SCUOLA DI DOTTORATO DI RICERCA IN FINANZA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRIESTE
XXI Ciclo - Settore disciplinare: Finanza Aziendale

**Modello di consolidamento ‘variable interest’ (FASB, FIN 46/R):
rilevanza ai fini del valore e conseguenze sul reporting finanziario**

DOTTORANDO
dott. ing. EDI VALENTINIS

RELATORE
Chiar.mo Prof. MAURO BINI
Università Commerciale “Luigi Bocconi”, Milano

COORDINATORE del DOTTORATO
Chiar.mo Prof. MAURIZIO FANNI
Università degli Studi di Trieste

Riassunto

L'introduzione del FIN 46/R (FASB Interpretazione N. 46/R) da parte del FASB (Financial Accounting and Standards Board) si è dimostrata rivoluzionaria grazie al nuovo modello di consolidamento che si interpone tra il contesto economico finanziario e quello legale delle entità oggetto di questa interpretazione.

Forma legale e relativi accordi tra stakeholders delle entità, definite come qualsiasi forma legale di impresa e veicolo finanziario, devono d'ora in poi essere confrontati con un'analisi della variabilità attesa degli utili prima di identificare quale stakeholder debba consolidare l'entità in oggetto (beneficiario primario). Di conseguenza il concetto di variabilità (varianza) dei redditi acquista un peso determinante nella definizione di variable interest entity (VIE) con conseguenze che devono essere ancora completamente digerite da professionisti e imprese che devono adeguarsi a questa interpretazione contabile.

In virtù della stessa il consolidamento da parte del portatore di interessi che assorbe la maggioranza delle perdite attese ora avrà la precedenza perfino sull'azionista o sulla controllante che dovesse detenere la maggioranza assoluta dei diritti di voto. Questa rivoluzione è stata per ora intesa per un vasto, ma selezionato, insieme di classi di imprese, essendo ad esempio SPV di assicurazioni vita e veicoli finanziari di enti governativi a scopo di lucro lasciati (per ora) fuori dall'ambito di questa interpretazione.

Il consolidamento attraverso il modello variable interest (VI) è il risultato di quattro passi. Innanzitutto, la definizione di entità comprendente qualsiasi forma legale intesa a compiere un'attività economica o a possedere degli attivi. Secondariamente l'identificazione dei cosiddetti interessi variabili nell'entità precedentemente definita; questi VI derivano dall'identificazione dell'aggregato dell'entità in analisi il cui fair value muta di valore al variare del valore dei net assets dell'entità al netto degli stessi interessi variabili. Le variazioni del fair value di questi asset sono considerate indipendentemente dai diritti di voto a loro associati, quindi forme ibride di capitale azionario quali azioni privilegiate, mezzanini e altri strumenti affini devono avere chiaramente dettate le loro caratteristiche prima di poter analizzare il loro comportamento e poter prendere una decisione. Terzo punto, la stima della variabilità attesa degli utili (perdite potenziali attese e utili residui attesi) della VIE la cui rilevanza ai fini della teoria del valore è stata data ampia trattazione in questa tesi. Quarto e ultimo passo, l'identificazione del beneficiario primario, quando questo esista, definito come la parte che assorbe la porzione maggiore di perdite e/o beneficia maggiormente degli utili residui e che, in ultima analisi, deve consolidare l'entità a interesse variabile in oggetto. Altrimenti la VIE è considerata tale da distribuire sufficientemente il rischio tra gli stakeholder.

Attraverso il processo di consolidamento il concetto di 'capitale azionario a rischio' (Equity at risk) è introdotto da FASB per definire la frazione del capitale azionario che assorbe effettivamente la variabilità creata dal capitale investito netto (Net Assets) della VIE. Nonostante un apposito test (condizione sufficiente) sia stato proposto da FASB alcune difficoltà interpretative sono ancora presenti. Queste sono dovute ad una serie di deduzioni dal capitale legale che deve essere dedotto di pagamenti per servizi, prestiti o garanzie degli stessi. Azioni emesse in cambio di interessi subordinati in altre VIE dovranno altresì essere dedotti dal totale dell'Equity at Risk, così pure per gli investimenti di valore cosiddetto trascurabile (non-significant). Tutte le valutazioni al riguardo devono essere fatte al fair value, quindi i valori contabili dovranno sempre fare spazio all'analisi finanziaria dando rilevanza ai fini del valore a questa interpretazione.

Il concetto di 'equity at risk' è il risultato di deduzioni prese da entrambi i lati dello stato patrimoniale. Particolare attenzione è richiesta nella valutazione delle garanzie e altri obblighi fuori bilancio. Questa tesi prende in considerazione anche il test proposto da FASB per valutare gli investimenti trascurabili (non-significant) proponendone uno alternativo che, secondo il nostro giudizio, ne riduce la varianza interpretativa in ambito di redazione del bilancio.

Da questa analisi sugli asset e sulla struttura finanziaria, in accordo con i concetti CON 6, FASB correttamente smonta la nozione di controllo ereditata dall'attuale contabilità separando la capacità di prendere decisioni di gestione della VIE da obblighi e diritti di assorbimento della variabilità dei risultati economici della stessa. La prima è data dalle decisioni sulla struttura finanziaria e da quelle in merito agli investimenti nel capitale investito, la seconda dettata dagli obblighi di ricapitalizzare le perdite e di ricevere utili residui.

All'atto del consolidamento gli elementi di stato patrimoniale della VIE vengono misurati al fair value mentre quelli che già sono di pertinenza del beneficiario primario con precedente ruolo di controllante (Parent Company) rimangono iscritte a bilancio al valore di carico essendo già parte del bilancio. In questo modo FIN 46/R permette il riconoscimento di un avviamento (goodwill) all'acquisizione di una VIE che si possa considerare come un'impresa ai fini di questa interpretazione. Se invece il prezzo corrisposto per l'interesse acquisito (valore di carico +/- premium/discount) è inferiore al fair value dei suoi net assets per effetto del consolidamento si dovrà registrare una diminuzione di valore degli asset appena consolidati. Eccezion fatta per cassa, crediti di imposta, fondi TFR e simili.

In questo caso VIE che non sono assimilabili ad imprese origineranno conseguentemente una perdita (o utile) straordinaria, in caso di utile straordinario il valore del nuovo asset acquisito è aumentato pro-quota.

Mente i principi di valutazione del FIN 46/R che riguardano la definizione di valori di bilancio originatisi dal consolidamento della VIE, risiedono interamente nel fair value, a professionisti e imprese è richiesto invece di basare le loro previsioni di variabilità degli utili su informazioni private, che quindi danno origine a valori di tipo entity-specific, comprensive dei piani aziendali in accordo con la strategia industriale adottata, che sono funzione dell'attuale posizionamento competitivo di settore. Questo è causa di problemi legati alla divulgazione di informazioni e indirettamente alla tracciabilità dei risultati.

Parte del processo utilizzato per l'applicazione del VIE model passa per la stima della variabilità degli utili (Expected Lossess, Expected Residual Returns, EXLS/EXRR) e per la verifica dell'esistenza o meno del beneficiario primario. La stima è il frutto di un'analisi di variabilità (varianza) dei redditi attraverso l'uso di DCF (discounted cash flow models). Per fare chiarezza su questo punto abbiamo prima rivisitato alcuni aspetti delle serie di variabili aleatorie con l'obiettivo di caratterizzare il contesto teorico a corredo della stima del reddito/utile atteso della VIE. VIE possono essere generalmente modellizzate come una variabile aleatoria con una media statistica in generale diversa dalla moda statistica, un fatto omesso in alcuni passaggi dell'esposizione del FIN 46/R che può portare ad incertezze in fase implementativa dell'interpretazione. Successivamente abbiamo sottolineato che la variabilità dei redditi è direttamente connessa all'intervallo di confidenza fissato per le funzioni di distribuzione rappresentanti variabili aleatorie durante il calcolo della variabilità attesa della VIE. Il potenziale impasse si potrebbe allargare qualora differenti stakeholders dovessero usare un modello di stima diverso della VIE che potrebbe portare a risultati, seppur diversi, ugualmente accettabili secondo le prescrizioni di questa interpretazione.

L'introduzione di definizioni quali EXLS/EXRR, precedentemente non parte dei principi US GAAP, crediamo necessitino di una più robusta trattazione teorica. Per fare questo abbiamo caratterizzato anche la scelta del saggio di sconto che FASB indica come il tasso privo di rischio. In questo contesto abbiamo preso come base la teoria del costo del capitale per poi evidenziare i punti deboli e quelli di forza di alcuni metodi quali l'equivalente certo, il metodo del costo del capitale e quello della probabilità corretta per il rischio (risk adjusted

probability). Abbiamo quindi dato evidenza alle ragioni per cui FASB dovrebbe usare il metodo del costo del capitale che è dato dal tasso di sconto impiegato per calcolare la variabilità del reddito derivante dall'attualizzazione dei flussi di reddito. Infatti, usando il metodo del costo del capitale, il WACC derivante dall'implementazione del CAPM sconta tutto il rischio finanziario nel tasso, lasciando all'impresa libertà di esprimere nei libri contabili, e quindi nei flussi di reddito corrispondenti, il rischio operativo che è invece affine all'attività di impresa e reporting.

Al giorno d'oggi il costo marginale del debito e il valore di mercato del capitale azionario sono concetti consolidati nella pratica contabile e possono essere estesi a imprese private. Il costo del capitale per queste ultime deriva dall'uso del coefficiente di correlazione degli utili d'impresa su quelli di mercato (coefficiente beta) di difficile stima per aziende private, sebbene questo possa essere ricavato in più di un modo, implementando ipotesi che sono proprie del contesto dove l'impresa e i suoi concorrenti operano.

Abbiamo riassunto i modelli emergenti dal modo come queste metodologie vengano correntemente impiegate dalle imprese americane, realizzando che i sentimenti connessi all'adattamento dell'interpretazione FIN 46/R alle caratteristiche proprie dell'impresa siano di timore e incertezza dati da una notevole difficoltà di applicazione compresa quella di estrapolare un sufficiente grado di rilevanza ai fini del valore dai propri eventi contabili. La situazione è prodroma di processo ancora lontano dalla cristallizzazione.

In particolare FASB non impone una chiara conversione dei valori contabili in fair value oppure in value in use. Nemmeno sono esclusi metodi alternativi di valutazione a quelli menzionati di sopra se non fosse per alcuni aspetti trattati dall'FSP 46/R-S nell'esercizio di determinare la variabilità attesa degli utili che dobbiamo riconoscere non è stata propria della contabilità fino a poco tempo fa.

Per entrare in dettaglio nel processo applicativo di identificazione di una VIE questa tesi propone un algoritmo che entra in dettaglio nell'applicazione del FIN 46/R da parte di un'impresa e tiene in considerazione tutte le possibili interrelazioni tra portatori di interessi nella VIE e/o solamente in specifici asset della stessa.

L'algoritmo pone in luce le debolezze sul piano applicativo causate da possibili interrelazioni tra la stima delle perdite attese e interessi in asset specifici, laddove il fair value di questi sia superiore al 50% del capitale investito netto. L'algoritmo, nonostante sia in accordo con le prescrizioni dettate dal FIN 46/R, essendo di tipo causa-effetto non affronta situazioni di cross-default di parti correlate con investimenti nella stessa VIE. Benchè l'applicazione di un modello causa-effetto non sia sempre possibile, pensiamo che un aumento dei vincoli che portano al consolidamento riduca ampiamente queste possibilità di difficile modellizzazione.

Nel processo per la determinazione se l'impresa sia o meno una VIE, FASB sviluppa un test 'at-risk' che contiene a nostro avviso alcuni passi nella propria trattazione di relativa debolezza quali 'precedente abilita a finanziare le attività senza supporto finanziario subordinato' e 'confrontabilità con simili entità che

autonomamente si finanziano senza supporto finanziario subordinato'. Crediamo che questo test 'at-risk' dovrebbe essere solamente un test di tipo numerico per appianare qualsiasi fonte di erronea interpretazione ed incrementarne quindi la rilevanza e consistenza.

L'introduzione di FASB di una condizione sufficiente da applicare ad una entità per la sua esclusione dalla categoria delle VIE lascia a nostro avviso alcune incertezze nell'interpretazione del concetto di 'partecipazione nella definizione della VIE' o in quella di 'interesse trascurabile'. Questo test crediamo non debba essere trattato come un fattore determinante; la polarizzazione tra rischio e rendimento invece crediamo debba essere il fattore primario per l'esclusione o meno.

Per quanto riguarda le condizioni in uso per determinare se l'entità ha sufficiente capitale per sostenere le proprie attività senza sostegno finanziario, *conditio sine qua non* del 10% di equity sul capitale investito netto, accoppiata ad una triade di metodi valutativi sempre proposti da FASB, pensiamo avesse dovuto essere maggiormente concisa e vincolante nelle sue pronunzieri. Infatti siamo dell'opinione che questi metodi lascino troppa flessibilità interpretativa circa l'uso delle ipotesi concesse per dimostrare la sufficienza del capitale investito.

Questi temi sono stati trattati dal punto di vista operativo con una serie di esempi creati ad hoc per illustrare i passi più significativi, dal punto di vista finanziario, nell'applicazione del VIE model e sollevare potenziali criticità proponendone una loro soluzione.

Infine, questa tesi confronta come le responsabilità e gli sforzi nell'affrontare le disposizioni del FIN 46/R siano distribuite tra gli stakeholders di una VIE, cioè imprese che redigono il bilancio, parti correlate, revisori, standard setters ed enti di controllo. Abbiamo messo in evidenza come l'implementazione del FIN 46/R spinga naturalmente ad una sovrastima della variabilità stimata degli utili, innalzando i requisiti di capitalizzazione in accordo con questo modello di rischio/rendimento. Questo a svantaggio di beneficiari primari di modeste capitalizzazioni, che dovranno affrontare sia il rischio di essere acquisiti che quello di un maggiore ricorso al debito. Le classi più avvantaggiate saranno invece il settore del credito, seppure lo stesso sarà portato internamente verso il consolidamento.