

del fatto che una buona parte dei costi risulta di fatto già determinata al momento dell'analisi.

Investimenti

Per gli investimenti, non essendo disponibili stime di consenso, le ipotesi si basano sui valori storici della società e del settore (Tavola 7). Gli investimenti vengono determinati in modo implicito in funzione del rapporto tra il valore delle immobilizzazioni nette e il valore dei ricavi. Anche in questo caso viene utilizzata una distribuzione beta con i due parametri di forma pari a tre. La distribuzione viene impostata sulla base di un valore medio del rapporto pari a quello del 2002, ed un valore minimo pari al rapporto minimo delle aziende del settore di appartenenza a livello europeo, considerando l'insieme dei dati nel periodo 2000-2002. Anche in questo caso la modalità di modellizzazione delle previsioni consente di generare scenari previsionali che ipotizzano, come limite, che l'azienda possa arrivare a ridurre l'intensità di capitale fino al valore minimo del settore negli ultimi tre anni. La deviazione standard per il 2003 viene dimezzata per le stesse ragioni considerate per i costi.

Nella Tavola 8 vengono riportate le stime della PD attesa con CMI endogena relative agli anni 2004 e 2005. La CMI endogena viene posta pari al valore dell'Enterprise Value, ottenuto in ogni simulazione dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa dei tre anni di previsione esplicita, e di un valore terminale ottenuto in ogni scenario come rendita perpetua del valore del NOPAT (Net Operating Profit After Tax) dell'ultimo anno di previsione esplicita. L'attualizzazione avviene considerando un tasso risk free decennale del 4% derivato dalla curva a scadenza a fine luglio 2003.

La Tavola 8 riporta nella prima riga la PD annuale, che corrisponde alla frequenza di tutti i casi in cui nella simulazione l'azienda risulta in default in quell'anno senza esserlo già stata negli anni precedenti. Nella seconda riga invece vengono riportati i valori della PD cumulata relativi all'orizzonte temporale di riferimento indicato, che corrispondono alla probabilità che l'azienda fallisca in uno qualsiasi degli anni compresi nel periodo indicato. Per cui ad esempio la PD cumulata di 16,28% al 2005 è data dalla somma delle probabilità che l'azienda fallisca o nel 2004 (13,87%) o nel 2005 (2,41%). Nel secondo riquadro della Tavola viene scomposto il contributo della PD annuale alla PD cumulata.

I valori delle PD per il 2004 e per il 2005 corrispondono a una classe di rating B. L'associazione di un rating implicito alla PD è effettuata tramite l'utilizzo di una matrice basata su dati pubblicati da Standard & Poor's, che riporta le frequenze storiche di default registrate nelle varie classi rating.

Nel grafico riportato nella Tavola 9 viene invece presentata un'analisi di sensitivity della stima della PD al

2004, in corrispondenza di diversi valori di CMI determinata in modo esogeno. Vengono anche indicati i corrispondenti Rating Impliciti. Il valore della CMI di 1.885 milioni di euro corrisponde ad un valore dell'Enterprise Value dato dalla somma del valore contabile della posizione debitoria al 31 marzo 2003 e del valore di mercato dell'equity corrispondente ad un prezzo per azione di euro 0,214. A tale valore di CMI corrisponde una PD pari a 12,35%. Una riduzione della CMI, legata ad esempio ad una riduzione del prezzo del titolo, tende ad aumentare in modo consistente il valore della PD; una riduzione del 15% del valore dell'Enterprise Value, con una CMI quindi di 1.600 milioni di euro, implica a una PD di circa il 29%.

I valori della PD stimati con il metodo endogeno e con quello esogeno ai valori attuali di mercato risul-

Tavola 5 • Ricavi

	2003	2004	2005
Min (Valore di consenso)	4.457	4.640	5.317
Media	4.938	5.146	5.588
Max (Valore di consenso)	5.419	5.652	5.859

Fonte Stime di Consenso: IBES, JCF.

Tavola 6 • Costi operativi

	2003	2004	2005
Min	87,43%	80,96%	80,96%
Media (Valore di consenso)	93,94%	91,51%	89,25%
Max	100,45%	102,07%	97,53%

Fonte Stime di Consenso: IBES, JCF.

Tavola 7 • Investimenti

	2003	2004	2005
Min	63,04%	53,24%	53,24%
Media (Valore a fine 2002)	72,83%	72,83%	72,83%
Max	82,62%	92,41%	92,41%

Tavola 8 • RAPD - CMI Endogena

	2004	2005
Probabilità di Default Annuale	13,87%	2,41%
Probabilità di Default Cumulata	13,87%	16,28%
Rating Implicito	B	B
Contributo Annuale alla Probabilità di Default		
	2004	2005
2004	100,00%	85,20%
2005		14,80%

Elaborazioni by Numenor®.

Amministrazione & Finanza

Inseriti di

Amministrazione & Finanza

Alterazione dei risultati contabili: i segnali per la loro rilevazione

di Massimo Pancamo Private Equity Partners

ANNO XVIII - 15 settembre 2003, n. 17
DIREZIONE E REDAZIONE
STRADA 1, PALAZZO F6
20090 MILANO/FIORI ASSAGO

00047265
SPED. IN A.B. POST. - 45% - ART. 2 COMMA 20/B
LEGGE 662/96 - FILIALE DI MILANO

Indice dell'inserto

Introduzione	pag.	III
Metodologie di alterazione dei risultati contabili	pag.	III
L'alterazione della competenza temporale dei ricavi di vendita	pag.	IV
Alterazione della competenza temporale e della natura dei costi	pag.	V
L'utilizzo di dati pro forma	pag.	VI
Vendor Financing	pag.	VI
L'effettuazione di accantonamenti ai fondi rischi o spese future in misura eccessiva o insufficiente	pag.	VII
Contabilità creative nelle acquisizioni	pag.	VII
Materialità	pag.	VII
L'utilizzo di operazioni fuori bilancio	pag.	VII
Utilizzo di operazioni con parti correlate nella sostanza ma escluse dal consolidamento	pag.	VIII
Stock options: un costo «invisibile»	pag.	IX
Alterazione dei dati contabili: un quadro segnaletico	pag.	IX
Il caso ACLN Ltd	pag.	XIV
Conclusioni	pag.	XIX
Bibliografia	pag.	XIX



Milanofiori Assago, Strada 1, Palazzo F6, tel. 02.82476.085

Alterazioni dei risultati contabili: i segnali per la loro rilevazione

di Massimo Pancamo Private Equity Partners

Introduzione

I documenti contabili costituiscono lo strumento principale per esprimere un giudizio sulla solidità e affidabilità economico-finanziaria e patrimoniale dell'azienda per una quantità di stakeholder aziendali esterni (esterni inteso in senso lato, tale definizione comprendendo anche gli azionisti) quali: i fornitori di capitale di debito quali banche o altre società finanziarie, che li utilizzano per valutare la capacità dell'azienda di ripagare capitale ed interessi, gli specialisti di M&A che li utilizzano per una prima analisi della società target, gli analisti finanziari che studiano i bilanci come base fondante del giudizio di acquisto o vendita su un determinato titolo.

Una particolare categoria di «utilizzatori» dei bilanci sono gli investitori, sia istituzionali quali ad esempio i fondi comuni di investimento, sia *retail* ossia il pubblico dei risparmiatori che negli Usa già da diversi decenni e in Italia sull'onda dell'ultima lunghissima fase rialzista dei mercati ha iniziato ad allocare una parte più o meno consistente dei suoi risparmi sull'investimento azionario. Il pubblico degli investitori utilizza i bilanci come input chiave del processo decisionale che porta alla selezione delle azioni da acquistare.

I recenti scandali contabili avvenuti soprattutto oltreoceano (Worldcom, Enron, Adelphia, Tyco) ma anche in Europa (Comroad in Germania e Ahold in Olanda tra i più rilevanti) hanno generato una diffusa crisi di fiducia sulla veridicità e più in generale sull'affidabilità e capacità segnaletica dei documenti contabili, crisi di fiducia che ha contribuito come concausa non marginale all'andamento negativo mostrato dalle borse in conseguenza allo sgonfiarsi della bolla tecnologica.

Tuttavia, se come investitori appare molto facile colpevolizzare i principi contabili mal formulati e troppo permissivi, i revisori incompetenti o addirittura complici dei managers disonesti e gli analisti condizionati dalle banche d'investimento per le perdite sugli investimenti effettuati sulla base di prospetti con-

tabili rivelatisi non veritieri, dovremmo anche chiederci se non fosse stato possibile, anche con i semplici dati a disposizione del piccolo investitore, ossia i bilanci e gli altri documenti pubblicamente disponibili, rilevare i segnali del deteriorarsi della situazione aziendale e in ultima analisi della discrepanza tra la situazione economico-patrimoniale e finanziaria rappresentata nei bilanci e quella reale.

Questo contributo si sforza di fornire una breve disamina dei segnali che nella lettura del bilancio, l'analista (ma anche il fruitore a qualsiasi titolo del bilancio stesso), dovrebbe ricercare per compiere una scelta di investimento che tenga conto di tutti i dati e le informazioni a disposizione cercando di rilevare eventuali alterazioni da parte del management dei prospetti contabili che rappresentano l'espressione quantitativa dei risultati della gestione. Tali segnali da ricercare potranno essere sia di tipo meramente quantitativo, ossia ricavabili dalle grandezze che trovano espressione quantitativa nelle poste di bilancio, sia di tipo qualitativo ossia afferenti all'organizzazione, al livello di *disclosure* o a particolari accadimenti o comportamenti presenti in azienda e comunque rilevabili dai documenti contabili o dall'informativa obbligatoria a disposizione del pubblico.

Si comincerà quindi con il fornire una disamina delle tipologie di manipolazione contabile più frequentemente riscontrate in pratica e delle modalità della loro attuazione e si proseguirà con l'analisi dei segnali utili alla loro rilevazione, concludendo l'intervento con un esempio di applicazione della metodologia proposta sui documenti contabili relativi ad una società coinvolta in uno dei recenti scandali contabili nel mondo statunitense.

Metodologie di alterazione dei risultati contabili

Nella predisposizione dei documenti contabili, il management cerca ovviamente di presentare l'azienda sotto la migliore luce possibile, ma alcune delle metodologie utilizzate, a partire soprattutto dagli anni

del boom borsistico della seconda metà degli anni '90, erano spinte così all'estremo, da rendere molto difficile talvolta rispondere alle domande elementari che ad un bilancio dovrebbe porre qualsiasi suo utilizzatore come ad esempio «Qual è il reddito netto della società?» oppure «A quanto ammonta l'indebitamento?» Accanto a queste tecniche di contabilità creativa al limite del lecito ve ne sono altre che invece configurano una violazione delle norme che disciplinano la legislazione di bilancio.

L'alterazione della competenza temporale dei ricavi di vendita

La prima modalità attraverso cui l'azienda migliora i risultati economici di periodo è l'alterazione della competenza economica dei ricavi, che viene tipicamente posta in essere iscrivendo ricavi non realmente conseguiti o di dubbia qualità o anticipandone il conseguimento.

Tutte le fattispecie di manipolazione dei ricavi di vendita, a fronte del miglioramento delle vendite e dei risultati del periodo corrente, peggiorano fatturato e risultati dei periodi futuri (quantomeno in termini di tassi di crescita), a meno che la manipolazione non sia ripetuta: si crea così un circolo vizioso, in cui per sostenere i tassi di crescita di fatturato e utili artificiosamente innalzati, l'organo amministrativo è costretto a ripetere negli esercizi futuri la tecnica utilizzata.

Iscrizione di ricavi non conseguiti

L'azienda può iscrivere in conto economico ricavi derivanti da vendite non effettivamente realizzate, allo scopo di migliorare apparentemente il risultato economico di periodo. Il caso senza dubbio più grave di siffatta manipolazione, che configura una vera e propria frode contabile è costituito dall'emissione in chiusura di esercizio di fatture fittizie o «addomestiche» che vengono stornate all'inizio dell'esercizio successivo, con note di credito a clienti compiacenti o addirittura inesistenti.

La fattispecie più comune di iscrizione di Ricavi non conseguiti, sicuramente meno grave della precedente, è costituita dalla contabilizzazione tra i Ricavi di vendita di transazioni aventi natura differente quali:

- contabilizzazione di cassa ricevuta dai finanziatori come Ricavo;
- contabilizzazione di reddito di investimento come Ricavo (1);
- contabilizzazione di plusvalenze su cespiti come ricavi;
- contabilizzazione di ribassi i praticati dai fornitori a fronte di futuri acquisti come Ricavi;

Altra fattispecie tipica è rappresentata dalla contabilizzazione dei ricavi di vendita al lordo di sconti, premi, abbuoni e resi allo scopo di esprimere volumi di vendita superiori a quelli effettivi (e conseguentemente un elevato tasso di crescita del giro d'affari), senza però alterare il risultato economico di periodo in quanto tali rettifiche di ricavo vengono contabilizzate come componenti negativi di reddito.

Un caso particolare di tale alterazione dei ricavi è rappresentato dall'iscrizione tra i Ricavi di tutta la massa intermediata e non solo delle commissioni

percepita sull'intermediazione stessa: tale manipolazione è particolarmente agevole qualora la società intermedia beni «difficilmente catalogabili». Ad esempio la Enron tra il 1996 ed il 2000 nei suoi bilanci dichiarava un incremento dei Ricavi da 13,3 miliardi a 100,8 miliardi di dollari. Tale crescita delle vendite (pari ad un tasso di crescita composto annuo del 66%) non derivava altro che dalla contabilizzazione come ricavi dei contratti di trading di energia elettrica al loro valore lordo invece che al valore netto: ad esempio qualora fosse stato intermediato da Enron un future energetico avente un valore di 500.000 dollari la società avrebbe dovuto contabilizzare come ricavi le commissioni sulla vendita e i bid/ask spread sul future. Invece allo scopo di aumentare il giro d'affari venivano contabilizzati tutti i 500.000 dollari come ricavi. Per comprendere in pieno l'inadeguatezza di tale trattamento contabile basti pensare che alla luce di esso il NYSE dovrebbe essere considerato una società che fattura 100 trilioni di dollari, valore approssimato delle azioni intermedie annualmente.

Iscrizione di ricavi di dubbia qualità

A differenza della fattispecie precedente l'azienda iscrive in Conto economico ricavi esistenti, ma di dubbia qualità, nel senso che la loro manifestazione numeraria è dubbia, quantomeno nell'ammontare iscritto in contabilità dall'azienda.

Ad esempio l'azienda potrebbe contabilizzare come Ricavi vendite che mancano di effettiva «sostanza» economica, poiché ad esempio esistono *side letters* che prevedono il riacquisto o poiché il cliente non è contrattualmente obbligato a pagare per i beni (per esempio per merce data in visione o in prova).

Altra fattispecie è costituita dai fittizi «errori» di consegna: l'azienda consegna verso la chiusura dell'esercizio un ordine di valore superiore rispetto all'ordine effettivo, errore che verrà corretto (con conseguente storno del valore superiore) all'inizio dell'esercizio successivo.

Iscrizione prematura di ricavi

Sono iscritti in anticipo ricavi che con ogni probabilità saranno conseguiti solo in un momento successivo. Ad esempio l'azienda potrebbe iscrivere come ricavi effettivamente conseguiti vendite che sono solamente «sperate» oppure riconoscere alcune vendite come ricavi con eccessivo anticipo, grazie a principi contabili «elastici» (tipico è ad esempio il caso del riconoscimento del ricavo alla firma del contratto di vendita e non alla spedizione o all'accettazione incondizionata del cliente). Nel primo caso si aumenta il risultato di periodo sia iscrivendo i redditi relativi alle vendite sebbene non ancora conseguite (e che potrebbero in teoria anche non essere portate a compimento), sia escludendo dal calcolo del reddito gli eventuali componenti negativi derivanti dal comple-

Nota:

(1) Un caso di utilizzo di tale impropria tecnica contabile era rappresentato dalla pratica vigente in Amazon di registrare come ricavi i pagamenti in azioni fatti dalle start-up del suo *Commerce Network* ma iscrivendo le perdite come svalutazione di investimenti qualora la start-up andasse in bancarotta.

tamento della procedura di vendita non ancora manifestatisi al momento del riconoscimento del ricavo (ad esempio eventuali oneri accessori derivanti da particolari specifiche richieste dal cliente e accordate senza aggravio di prezzo successivamente alla firma) mentre nel secondo caso si ha solamente un anticipo nell'iscrizione del ricavo in bilancio allo scopo di migliorare il risultato economico di periodo.

Alterazione della competenza temporale e della natura dei costi

Speculari all'alterazione della corretta competenza economica dei ricavi sono le manipolazioni dei risultati compiute attraverso l'alterazione della competenza economica delle spese, ossia non iscrivendo in bilancio nell'esercizio in corso spese che vengono differite a futuri esercizi al fine di migliorare i risultati correnti oppure anticipando al presente l'imputazione di costi futuri ordinari nella sostanza ma etichettati come «straordinari e non ricorrenti» (spesso compresi in maxi svalutazioni dell'esercizio in corso) deprimendo il reddito dell'esercizio ma mostrando un elevato tasso di crescita degli utili negli esercizi futuri.

Il differimento di costi dell'esercizio corrente agli esercizi futuri

L'azienda può differire al futuro costi che una corretta applicazione del principio di competenza economica imporrebbe di iscrivere nell'esercizio corrente al fine di migliorare il risultato di periodo. Le tecniche attraverso cui può essere raggiunto questo risultato sono molteplici: una tecnica classica è capitalizzare ciò che invece andrebbe speso o comunque cambiare la metodologia di trattamento contabile di alcuni costi, considerandoli ad utilità pluriennale. I principi contabili sulla capitalizzazione degli oneri pluriennali lasciano infatti un margine di discrezionalità abbastanza ampio all'organo amministrativo nel decidere se un costo debba essere speso nell'esercizio o capitalizzato (2). Se una società ha sempre speso gli oneri pluriennali nell'esercizio (ad esempio i costi per l'acquisizione di marchi o per le campagne pubblicitarie) basta cambiarne il trattamento contabile, passando alla capitalizzazione ed ecco che «magicamente» il reddito dell'esercizio cresce rispetto all'esercizio precedente per il solo effetto del cambiamento nella politica contabile.

Inoltre le maglie dei principi contabili sono spesso abbastanza ampie da consentire di capitalizzare costi che in effetti sono da considerarsi alla stregua di spese operative (tipico esempio sono le spese per campagne pubblicitarie). Worldcom il gigante americano delle telecomunicazioni, nel luglio 2002 ha subito il più grande «Chapter 11» (3) di tutti i tempi dopo che era emerso l'occultamento di circa 7 miliardi di dollari di costi in cinque trimestri, attuato contabilizzando come investimenti i costi operativi relativi al suo network di telecomunicazioni.

Altra tipica tecnica di differimento dei costi relativi al corrente esercizio agli esercizi successivi utilizza la discrezionalità insita nel calcolo delle quote di ammortamento relativo ai singoli esercizi: se l'azienda volesse aumentare il reddito di periodo potrebbe iscrivere quote di ammortamento in misura inferiore rispetto

a quelle corrispondenti all'usura «economico tecnica» dei beni ammortizzabili.

Anche le svalutazioni di assets che hanno mostrato una durevole perdita di valore costituiscono un'ottima occasione per ritardare dei costi che graverebbero altrimenti sul conto economico dell'esercizio corrente: l'azienda dovrebbe svalutare le attività in bilancio qualora manifestino una perdita di valore durevole, non appena a conoscenza dei motivi che hanno determinato tale perdita di valore. Tuttavia l'organo amministrativo potrebbe ritardare la svalutazione (che quindi non verrebbe iscritta tra i componenti negativi di reddito) mantenendo al contempo nello Stato Patrimoniale un'attività iscritta ad un valore non più giustificato.

L'anticipazione di spese future al presente esercizio come costi straordinari e non ricorrenti

Spesso le aziende pongono in essere le c.d. «pulizie di bilancio» ossia rilevanti appostazioni di spese straordinarie associate a speciali accadimenti della vita aziendale (ad esempio ristrutturazioni aziendali). La stima dei costi connessi a tali operazioni costituisce senza dubbio un'informazione rilevante da fornire in bilancio in quanto fornisce ai fruitori del bilancio stesso una stima di quanto l'accadimento straordinario o non ricorrente impatti sui conti dell'azienda.

Tali rilevanti appostazioni di costi straordinari sono denominate nella prassi anglosassone con l'efficace termine di *big bath charges*. Oltre all'iscrizione di oneri di ristrutturazione un'altra tecnica utilizzata è la svalutazione dell'avviamento relativo ad acquisizioni. Molti osservatori pensano ad esempio che la svalutazione per 100 miliardi di dollari compiuta da AOL-Time Warner nel 2002, la più grande mai registrata, relativa alla perdita di valore dell'avviamento relativo alla fusione tra AOL e Time Warner possa essere in realtà un esempio di *big bath*. Un altro esempio è dato dalla maxi svalutazione sulle acquisizioni effettuata da JDS Uniphase nel 2001 per 50 miliardi di dollari (4).

Per quanto possa sembrare strano aumentare deliberatamente le perdite comunicate al mercato, molte

Note:

(2) Riguardo alle immobilizzazioni immateriali il codice civile stabilisce che qualora si sostengano costi di impianto e ampliamento, di ricerca, di sviluppo e di pubblicità aventi il requisito della utilità pluriennale, è possibile la loro capitalizzazione previo consenso del collegio sindacale con conseguente iscrizione nell'attivo patrimoniale e ammortamento fino ad un massimo di 5 anni.

(3) Il «Chapter 11», così chiamato perché disciplinato dal capitolo 11 della legge USA sul fallimento è una procedura volontaria che prevede una riorganizzazione del business e dei debiti della società ed è generalmente chiesta dalle società che richiedono tempo per riorganizzare la loro esposizione debitoria. La procedura di *Chapter 11 bankruptcy protection* offre alle aziende la possibilità, anziché essere poste in liquidazione, di riorganizzarsi continuando ad operare, purché vengano soddisfatte tutte le obbligazioni contenute nel piano di riorganizzazione e nell'accordo costrittivo con i creditori.

(4) In genere le svalutazioni straordinarie più consistenti sono quelle dell'avviamento; un esempio di svalutazione per ristrutturazione aziendale e obsolescenza inventario è quella effettuata da Cisco Systems nel 2001 per complessivi 3,7 miliardi di dollari.

società includono in questi oneri straordinari spese discrezionali future che vengono così impropriamente anticipate. Il motivo di tale procedura risiede nel fatto che quando viene effettuato un grosso appostamento di oneri catalogati straordinari, gli analisti e il pubblico tendono a non considerare quella che è percepita come una perdita non solo straordinaria ma anche relativa agli esercizi passati e tendono piuttosto a focalizzarsi solamente sugli utili futuri e sul tasso di crescita di questi ultimi. La tesi che il management aziendale vuole trasmettere al mercato è dunque che le cattive notizie sono state rivelate al mercato e l'azienda ha di fronte a sé esercizi di prosperità.

A tale scopo, nella stima di tali oneri straordinari le aziende adottano quantomeno un approccio eccessivamente conservativo, che «magicamente» si tradurrà in reddito futuro (poiché gli oneri di ristrutturazione spesati erano «eccessivi») qualora si verifichi un anno di flessione degli utili.

Tuttavia alcune riflessioni dovrebbe fornire ai fruitori del bilancio motivi di maggior prudenza nel giudizio: le ristrutturazioni molto spesso sono attuate tagliando le spese di training degli impiegati, la ricerca e sviluppo e i costi per l'IT ossia tutti quei costi che non sono immediatamente produttivi di ricavi ma che costituiscono la pietra angolare su cui poggia la capacità futura dell'azienda di generare profitti; inoltre le svalutazioni di avviamenti relativi ad acquisizioni, o ad inventario obsoleto o di investimenti indicano che l'azienda ha compiuto nel passato investimenti che hanno distrutto valore, un dato la cui efficacia segnaletica non andrebbe trascurata, come del resto dimostra uno studio del 2001 della Morgan Stanley che ha scoperto che nell'anno successivo all'iscrizione di una grossa perdita in bilancio etichettata come «straordinaria» le aziende hanno in media sottoperformato il mercato del 20%.

Talvolta il management utilizza le due tecniche appena esaminate contemporaneamente, nel senso che ritarda una svalutazione di un'attività fino al momento in cui può iscrivere un costo di rilevante entità, naturalmente etichettato come straordinario.

L'utilizzo di dati pro forma

L'attrattiva esercitata dai costi straordinari agli occhi del management deriva dalla loro esclusione dal calcolo dei c.d. risultati «pro-forma».

Il concetto di proforma in sostanza non indica altro che un «come se»: originariamente i dati pro-forma erano impiegati per la presentazione dei risultati di società oggetto di fusione, «come se» fossero state un'unica entità anche negli esercizi passati. Negli ultimi anni tuttavia alcuni managers, soprattutto negli USA, hanno utilizzato i dati pro forma allo scopo di migliorare i risultati reddituali dell'azienda, dando maggior rilevanza agli utili pro forma nei loro documenti contabili rispetto agli utili calcolati secondo i GAAP.

Tale differente utilizzo degli utili pro forma è stato via via adottato anche dalla comunità finanziaria: le ricerche degli analisti finanziari predicono gli utili pro forma e non quelli ottenuti applicando i GAAP. È quindi importante ricordare che la notizia che la

società X ha battuto le stime degli analisti di Y Euro per azione significa che gli utili proforma della società hanno superato le previsioni di utili proforma degli analisti di Y cents per azione.

Poiché il calcolo degli utili pro forma esclude i costi straordinari e non ricorrenti nel calcolo degli utili, più spese possono essere etichettate come straordinarie o non ricorrenti, maggiori saranno gli utili (pro forma).

La motivazione addotta dal management a sostegno dell'utilizzo degli utili pro forma nelle comunicazioni dei risultati al mercato è che i principi contabili di generale accettazione (c.d. «GAAP») non sono adatti a rappresentare i risultati delle aziende moderne, particolarmente di quelle che operano in settori ad alta tecnologia. Tale punto di vista appare condivisibile almeno in parte, anche da parte del più accanito detrattore dell'utilizzo dei dati proforma.

Tuttavia il grande pregio dei GAAP è quello di essere l'unica via più o meno consistente ed obbiettiva per fornire risultati comparabili tra le diverse aziende nei diversi settori industriali: i GAAP sono applicati nello stesso modo sia per la piccola società di biotecnologie avente uno stato patrimoniale composto da poco più di qualche brevetto, sia dal gigante della produzione automobilistica avente miliardi di dollari investiti in impianti: non altrettanto può dirsi dei dati pro-forma: ogni azienda può calcolarli nella maniera che vuole. Gli utili pro forma consentono alle aziende di decidere quello che è importante da comunicare agli investitori in merito agli utili, che non necessariamente coincide con quello che è meglio per gli investitori stessi.

Allo scopo di dare un esempio della «magia» insita nell'utilizzo dei dati pro-forma, la Tavola 1 fornisce le discrepanze tra gli utili secondo i GAAP e gli utili proforma riportati da alcune importanti società quotate americane nel primo trimestre del 2001.

Vendor Financing

Un'altra tecnica con cui il management ha assecondato la pressione di investitori e comunità finanziaria verso la continua crescita delle vendite è stata la concessione di prestiti ai maggiori clienti. Se usato con moderazione il *vendor financing* è un'efficace arma commerciale, ma se se ne abusa può diventare una fonte di problemi sia per l'intelligibilità dei risultati

Tavola 1 • Confronto utili pro forma e utili secondo i GAAP di alcune società della new economy (dati 1° q 2001)

SOCIETÀ	PRO FORMA	GAAP	DELTA
AMAZON	-0,22	-0,66	0,44
CISCO SYSTEMS	0,18	0,12	0,06
CORNING	0,29	0,14	0,15
EBAY	0,11	0,08	0,03
JDS UNIPHASE	0,14	-1,13	1,27
PMC-SIERRA	0,02	-0,38	0,40
QUALCOMM	0,29	0,18	0,11
YAHOO	0,01	-0,02	0,03

Fonte: SEC reporting e press release

aziendali sia per l'equilibrio finanziario aziendale. Il dato rilevante non è solo il rischio di credito al cliente, ossia che quest'ultimo non onori il suo debito ma anche che i dati di vendita e i risultati della società siano sovrastimati dal fatto che l'azienda sta in sostanza acquistando i propri prodotti con i propri soldi e che i clienti in futuro non comprino più dall'azienda a meno che quest'ultima non continui a concedere finanziamenti. Emblematico a tale riguardo è il caso di Motorola che aveva annunciato nel 2000 un maxi ordine pari a 1,5 miliardi di dollari in infrastrutture per la telefonia mobile da parte del secondo operatore turco, la Telsim, controllata dalla famiglia Uzan, una delle famiglie più ricche al mondo. In una successiva comunicazione alla SEC la società rese pubblico che l'ordine era stato reso possibile da un prestito concesso da Motorola (e garantito dalla maggioranza del capitale azionario della Telsim) al cliente per un ammontare di 1,7 miliardi di dollari. Analoghi *vendor financing* allo stesso operatore turco erano stati concessi da Nokia per circa 1 miliardo di dollari.

L'epilogo della vicenda è emblematico dei rischi dello strumento: Nokia e Motorola hanno intentato una causa da 3 miliardi di dollari contro la famiglia Uzan al fine di recuperare i prestiti mai onorati. Quanto alle azioni a garanzia, tra le accuse che le due società contestano c'è anche quella di aver diluito e privato del diritto di voto i pacchetti azionari detenuti da Motorola e Nokia in Telsim come garanzia collaterale ai crediti garantiti alla società.

L'effettuazione di accantonamenti ai fondi rischi o spese future in misura eccessiva o insufficiente

Accantonando ad un fondo rischi o spese future un ammontare eccessivo rispetto a quanto giustificato dalla corretta applicazione dei principi contabili in merito alla prudente valutazione del rischio da autoassicurare o della spesa presumibilmente da sostenere in futuro, l'azienda crea una riserva di profitti da utilizzare negli esercizi successivi per mantenere stabile il livello dei profitti nel tempo e non mostrare oscillazioni di redditività. Il risultato economico mostrato nel bilancio è quindi inferiore a quello che è il vero risultato economico prodotto dalla gestione.

Tale tecnica molto spesso non configura nemmeno un'evasione d'imposta in quanto la riserva è costituita da accantonamenti tassati in quanto eccedenti le deduzioni fiscalmente ammesse.

Successivamente l'azienda rilascerà la stessa riserva, ora considerata «eccedente» in esercizi in cui il risultato è inferiore rispetto ai desiderata dell'organo amministrativo, aumentando il reddito dell'esercizio e quindi alterando la percezione dei lettori del bilancio circa la variabilità dei risultati e quindi la stabilità del business.

Una fattispecie speculare rispetto alla precedente è l'iscrizione nel presente esercizio di accantonamenti ai fondi in misura insufficiente rispetto a quanto previsto dai principi contabili, evitando così di deprimere i risultati dell'esercizio ma al tempo stesso non fornendo un'adeguata autoassicurazione ai rischi o alle eventuali spese future per cui il fondo è costituito.

Contabilità creative nelle acquisizioni

Negli ultimi anni molti settori hanno attraversato processi di razionalizzazione attraverso consolidamenti, acquisizioni e altre operazioni straordinarie. Le società acquirenti, in particolare qualora la «moneta» di acquisizione fosse cartacea ossia rappresentata dalle proprie azioni, hanno spesso dato vita a manipolazioni contabili che trovavano il loro catalizzatore proprio nelle acquisizioni appena concluse. Basti pensare alle società che nell'allocatione del prezzo di acquisizione iscrivono un rilevante avviamento, avviamento che in futuro sarà significativamente o completamente svalutato attraverso una svalutazione «straordinaria» allo scopo di evitare ogni futuro drenaggio di utili dato dalle quote di ammortamento. Le acquisizioni, come abbiamo già visto, costituiscono anche un'ottima occasione per effettuare le svalutazioni di costi etichettati come straordinari. Ad esempio nelle acquisizioni compiute da aziende statunitensi, tipicamente una parte rilevante del prezzo di acquisizione è allocato a «R&D in corso» una posta svalutabile in maniera quasi completamente soggettiva stante l'aleatorietà dei risultati della ricerca e sviluppo.

Altra tecnica tipica utilizzata prima di un'acquisizione consiste nel sospendere l'iscrizione di ricavi in bilancio poco prima della chiusura di un'acquisizione per rilasciarli successivamente mostrando un tasso di crescita degli utili superiore alla semplice somma dei due utili pre-merger e supportando con questa tecnica le «sinergie e razionalizzazioni» che rappresentano l'immane motivazione strategica dell'acquisizione.

Materialità

Un'altra bacchetta magica a disposizione dei manager che vogliano «abbellire» i risultati di bilancio è il concetto di «materialità» di una posta di bilancio: ad esempio un'azienda potrebbe registrare «intenzionalmente» errori con una tolleranza massima dell'X%, giustificando tali errori con l'affermazione che l'effetto sui risultati è trascurabile e quindi l'errore non è materiale. Tuttavia una definizione di materialità basata su una semplice percentuale di impatto sul risultato della gestione aziendale costituisce un modo inesatto di porre il problema. La materialità nell'esposizione non corretta di una posta di bilancio va piuttosto valutata in base all'effetto cumulativo da essa prodotto sull'intelligibilità del bilancio, senza considerare che, a motivo della stretta interrelazione esistente tra le poste di bilancio, l'inesattezza di una potrebbe alterare il valore segnaletico di altre e magari più significative poste.

L'utilizzo di operazioni fuori bilancio

Negli ultimi anni la contabilità delle aziende ha cercato di escludere dai documenti contabili un numero sempre maggiore di passività (ma anche di attività «pesanti» come ad esempio macchinari o immobili strumentali) allo scopo di mostrare un livello di indebitamento minore rispetto a quello reale e/o un reddito su cui non gravano le quote di ammortamento dei beni portati fuori bilancio.

I tre strumenti che le aziende (supportate dalle istitu-

zioni finanziarie) hanno posto in essere per realizzare tali esclusioni sono il ricorso al leasing, le operazioni di securitization e la creazione di entità controllate o collegate ma poste fuori dal perimetro di consolidamento cui trasferire tali attività o passività.

Leasing

Il leasing sostanzialmente è un'operazione assimilabile ad un acquisto di un cespite finanziato interamente dal debito bancario: anche nel leasing l'impresa non utilizza fondi propri per l'acquisto del cespite e non ha un esborso finanziario immediato ma rimborsa una serie di rate che contengono il costo del bene acquistato dalla società di leasing (ossia la quota capitale nel debito equivalente) e gli interessi da corrispondere su tale somma.

La rappresentazione del leasing che costituisce la prassi in Italia ossia la contabilizzazione con il metodo patrimoniale corrisponde alla forma del contratto di leasing ma non ne riflette la sostanza economica: con il metodo patrimoniale infatti la società che utilizza beni in leasing si limita ad iscrivere in conto economico alla voce B.8 («costi per godimento beni di terzi») i canoni di leasing di competenza dell'esercizio, menzionando al contempo nei conti d'ordine l'importo dovuto per i canoni futuri.

Tornando all'esempio della nave una società di navigazione può presentare un bilancio senza nemmeno una nave tra le immobilizzazioni materiali, il che di sicuro non renderebbe un buon servizio alla corretta rappresentazione della situazione economico-patrimoniale della società stessa.

Sotto i principi contabili vigenti in molte altre legislazioni (e in base a quanto prescritto dai principi contabili internazionali (5)) prevale invece il metodo finanziario, che fornisce una contabilizzazione rispondente alla vera sostanza economica dell'operazione: in esso infatti la società utilizzatrice del bene iscrive tra le immobilizzazioni il bene ricevuto in leasing e al passivo il debito verso il locatore per i canoni residui. Nel conto economico verranno iscritte le quote di ammortamento (basate non sulla durata del contratto di leasing ma sulla residua possibilità di utilizzo proprio come se il bene fosse stato acquistato) e tra gli oneri finanziari l'interesse implicito nel contratto di leasing. Il metodo finanziario dunque migliora la comprensione della reale situazione finanziaria della società, eliminando la sottovalutazione del reddito operativo derivante dall'eccessiva imputazione di canoni di locazione contenenti anche una componente di interesse e la sottovalutazione del debito aziendale derivante dalla non iscrizione al passivo del debito verso la società di leasing. (6)

Securitization

Il trasferimento di assets (tipicamente crediti) al di fuori del bilancio effettuato dall'azienda tramite una securitization è trattato contabilmente come una vendita, ossia rimuovendo gli assets stessi dal bilancio e registrando l'entrata di cassa ricavata dalla vendita. Alcune securitization sono contabilizzate correttamente come vendite di assets ma molte, in virtù delle pattuizioni contrattuali della transazione continuano ad esporre la società cedente a molti dei rischi derivanti dalla titolarità degli assets trasferiti e per tale

motivo non dovrebbero essere rimosse dal bilancio al fine di dare una corretta rappresentazione della situazione aziendale.

Utilizzo di operazioni con parti correlate nella sostanza ma escluse dal consolidamento

Una società che trasferisce attività o passività ad una società controllata dovrebbe consolidare tale controllata nel suo bilancio. Tuttavia in alcuni casi (che spesso contemplano l'utilizzo delle cosiddette SPE, acronimo per Special Purpose Entities, ossia società veicolo costituite con lo scopo preciso di portare a termine una determinata operazione) la società trasferente può essere in grado di aggirare tale obbligo di consolidamento, riuscendo di fatto ad eliminare tali attività e passività dai propri bilanci. L'effetto è ancora una volta di generare una percezione errata negli stakeholders aziendali della capacità reddituale o della posizione debitoria della società.

In sostanza l'azienda compie delle operazioni volte a migliorare il risultato economico (attraverso ad esempio il conseguimento di plusvalenze su cespiti) o a portare fuori dal campo di consolidamento il debito, attraverso operazioni con entità che sebbene formalmente non rientrino nel campo di consolidamento del gruppo, costituiscono nondimeno un soggetto unitario con il gruppo stesso in quanto il non consolidamento risulta esclusivamente da un artificio formale posto in essere esclusivamente per portare fuori bilancio alcune grandezze.

Questa fattispecie di manipolazione dei conti aziendali ha ricevuto attenzione mondiale in quanto l'utilizzo fraudolento delle partnership offshore che costituiscono il nucleo della bancarotta della Enron ne costituisce una variante. Enron, la settima società americana per dimensioni con 21.000 dipendenti in oltre 40 paesi aveva occultato il suo reale stato finanziario attraverso una complessa rete di partnership formalmente indipendenti ma in realtà controllate dalla società o dai suoi managers su cui riversava gran parte dell'indebitamento e che utilizzava (insieme a spregiudicate operazioni finanziarie sui derivati) per operazioni che alla fine di ogni trimestre migliorassero i suoi risultati. Quando la frode è emersa il gruppo ha chiesto la procedura di «Chapter 11» e gran parte dei piani pensionistici privati (c.d. «401k») dei suoi dipendenti statunitensi che avevano investito massicciamente in azioni della società sono andati in fumo. Come già accennato le due fattispecie più frequenti di questa categoria di alterazioni sono: il conseguimento di plusvalenze attraverso la vendita di assets a entità fuori dal perimetro di consolidamento e l'occultamento del debito attraverso il suo trasferimento

Note:

(5) Il principio contabile internazionale rilevante nella contabilizzazione del leasing è lo IAS 17 Accounting for Leases che prescrive nella contabilizzazione del leasing la prevalenza della sostanza della transazione sulla forma.

(6) Per maggiori approfondimenti sull'applicazione del metodo finanziario di contabilizzazione del leasing si veda Bonacchi-Ferrari, ««Quadro fedele» per il leasing, bilancio pro-forma e metodo finanziario» in *Amministrazione & Finanza* n. 5/2001.

a tali entità ma lo schema può essere utilizzato anche per aumentare i ricavi: la società belga di tecnologie vocali quotata al Nasdaq Lernout & Hauspie è fallita dopo che si è scoperto che la maggior parte del suo giro d'affari derivava in realtà da vendite a start-up controllate da un fondo di venture capital di proprietà dei fondatori di Lernout & Hauspie stessa.

Stock options: un costo «invisibile»

Le stock options concesse al management e ai dipendenti chiave dell'azienda costituiscono un efficace strumento di fidelizzazione dei dipendenti. Tuttavia il trattamento contabile delle stock options non richiede la deduzione del costo delle opzioni dal reddito, a differenza di quanto è richiesto per una retribuzione pagata in contanti. La concessione di stock options rappresenta quindi un potente strumento per aumentare gli utili di periodo non iscrivendo tra i costi una parte della retribuzione pagata ai dipendenti, a spese degli azionisti della società che vedono diluita la loro partecipazione al momento dell'esercizio delle stock options da parte dei dipendenti. Se a ciò si aggiunge che spesso le società, per compensare la diluizione conseguente all'esercizio delle stock options, effettuano un buy-back delle proprie azioni sul mercato, si vede come questo schema possa configurare anche un indiretto trasferimento di ricchezza dalle casse della società ai beneficiari delle stock options (7).

Ci si potrebbe chiedere quanto avrebbe impattato la spesa delle stock options sui bilanci delle società: per il 2001 è stata condotta un'analisi da Fortune che ha quantificato tale impatto in una riduzione del 21% degli utili delle società comprese nell'indice S&P 500. Tale percentuale, come è prevedibile, sale notevolmente considerando gli utili delle società della new economy che hanno fatto massiccio uso delle stock options: gli utili di Dell si sarebbero ridotti del 59%, quelli di Intel del 79% e quelli di Cisco addirittura del 171%.

La questione dell'iscrizione delle stock options tra i costi è stata al centro di un intenso dibattito negli ultimi anni: nel 1994 il FASB (Financial Accounting Standard Board, l'organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili statunitensi) aveva considerato di richiedere l'obbligatorietà della deduzione dei costi delle opzioni dal reddito, ma il Congresso, in seguito alla forte azione lobbistica delle *corporations*, in particolare di quelle maggiormente interessate dal provvedimento ossia le società della Silicon Valley, impedì l'approvazione del provvedimento e in suo luogo venne emanato lo SFAS 125 che incoraggiava ma non rendeva obbligatoria l'iscrizione in bilancio dei costi delle stock options come costi per il personale. Nella prassi tali costi venivano riportati al valore intrinseco (8) tra le note al bilancio, non influenzando quindi gli utili di Conto Economico.

Sull'onda della grande domanda di trasparenza seguita all'ondata degli scandali contabili statunitensi alcune tra le principali società hanno iniziato a spesare le stock options, tra esse Coca Cola, GE, The Washington Post, Cendant, Sunoco, Bank One. Resta ancora l'avversità delle maggiori aziende della new economy (Intel fra tutte) ma ormai il dado sem-

bra essere tratto, soprattutto se, come sembra ormai certo, lo IASB (l'organismo che emana i principi contabili internazionali, gli IAS) approverà entro l'anno un nuovo principio che richiederà la spesa dei costi per lo stock options. La SEC infatti ha emesso un'ordinanza con cui ha richiesto alla FASB di sincronizzare i suoi principi contabili con quelli internazionali.

A livello nazionale invece il problema non è stato ancora affrontato né a livello legislativo né di principi contabili nazionali: è tuttavia da tenere presente che, data la natura sussidiaria degli IAS rispetto ai principi contabili nazionali, probabilmente l'approvazione del principio contabile internazionale genererà la tendenza alla spesa delle stock options da parte delle maggiori società italiane (e necessariamente per le società che hanno azioni quotate anche nelle borse estere).

Alterazione dei dati contabili: un quadro segnaletico

Conclusa la breve disamina delle più ricorrenti metodologie attraverso cui le società manipolano o modificano i risultati nei documenti contabili passiamo ora all'esame dei possibili strumenti e segnali a disposizione dell'analista per indagare se i prospetti contabili di una determinata azienda diano o meno il «quadro fedele» della situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'azienda stessa così come richiesto dalla legislazione in materia contabile.

Si passerà dunque ad analizzare una serie di segnali sia quantitativi (ossia ricavabili da grandezze aventi espressione numerica nei bilanci della società oggetto di indagine) sia qualitativi (ossia afferenti a comportamenti individuali o prassi aziendali) che possono fornire un quadro «indiziario» dell'esistenza di pratiche contabili aggressive, quando non addirittura fraudolente da parte di una determinata azienda:

1) debole ambiente di controllo (assenza di comitato di controllo indipendente, assenza di comitato per le remunerazioni, assenza o scarsità di amministratori realmente indipendenti nel board). Le manipolazioni contabili sono tanto più facili da attuare tanto meno stringente è il sistema dei controlli interni presente nella struttura di corporate governance aziendale. L'assenza di un comitato di controllo o di un comitato per le remunerazioni all'interno del Board, entrambi costituiti in maggioranza da amministratori

Note:

(7) Il vantaggio per la società può essere ancora maggiore: Microsoft tra il 1991 e il 2000 ha emesso 1,6 miliardi di azioni in seguito all'esercizio di stock options e ha riacquisito 677 milioni di azioni proprie per compensare in parte la diluizione. La società ha dedotto ai fini fiscali la concessione delle stock options, conseguendo un beneficio fiscale senza darne notizia agli azionisti.

(8) I metodi di calcolo del valore delle opzioni ammessi dal principio erano il valore intrinseco (ossia la differenza tra il valore di mercato e il prezzo di esercizio dell'opzione) e il fair value (ossia il valore calcolato con i modelli di pricing delle opzioni come ad esempio il noto modello di Black-Scholes. È importante notare che il valore intrinseco e quindi il costo delle opzioni è pari a zero qualora l'opzione venga emessa con un prezzo di esercizio pari al valore di mercato al momento dell'emissione.

Raccolta delle annate Amministrazione & Finanza

Tutto su budget, controllo di gestione, finanza e bilancio



Il cd-rom raccoglie tutti gli articoli pubblicati dal 1995 ad oggi sul quindicinale Amministrazione & Finanza, più una selezione degli articoli editi dal 1986 su tutte le riviste a marchio Amministrazione & Finanza. Oltre al quindicinale: I corsi: il mensile di formazione e informazione ORO: il bimestrale che tratta in forma monografica i temi del bilancio, finanza e controllo.

La banca dati è strutturata per sezioni:

- ✓ bilancio e revisione
- ✓ programmazione e controllo
- ✓ informatica e sistemi amministrativi
- ✓ analisi finanziaria
- ✓ strumenti e politiche finanziarie

Fotocopiare e inviare questa cedola per fax al Servizio Informazioni Commerciali Ipsos 02 82476.403; tel. 02 82476.794 oppure inviare in busta chiusa a Ipsos Editore Srl, C.P. 12055 - 20120 Milano

- ☐ (704326700) Sì, desidero abbonarmi al cd-rom Amministrazione & Finanza, Raccolta delle annate a €160,00 anziché €320,00 (sconto 50%) [offerta riservata agli abbonati alla rivista].
- ☐ (833600000) Sì, desidero abbonarmi al cd-rom Amministrazione & Finanza, Raccolta delle annate a €320,00
- ☐ (085000000) Sì, desidero abbonarmi per un anno alla rivista Amministrazione & Finanza (24 numeri) a €184,00
- ☐ (812600000) Sì, desidero abbonarmi per un anno alla rivista Amministrazione & Finanza I corsi (12 numeri) a €86,00
- ☐ (081800000) Sì, desidero abbonarmi per un anno alla rivista Amministrazione & Finanza ORO (6 monografie) a €109,00

A saldo

☐ (3003) Pagherò con bollettino postale premarcato c.c. n° 412205 intestato a Ipsos Editore S.r.l., allegato alla fattura.

☐ Vogliate addebitare l'importo di € _____ (IVA compresa) sulla mia carta di credito:

- ☐ (B001) BankAmericard (16 cifre) ☐ (A001) American Express (15 cifre)
- ☐ (C001) CartaSi (16 cifre) ☐ (D001) Diner's (14 cifre)

n. _____

data di scadenza _____

Nome e indirizzo intestatario carta di credito:

Firma _____

Codice cliente (indicare se già assegnato)

Nome e cognome _____

Professione/Azienda _____

Via _____

Cap _____

Città _____

Tel. _____

Fax _____

Partita Iva/Codice Fiscale _____

Data _____

Timbro e firma _____



IPSOA SCUOLA D'IMPRESA
20090 Milano/Fori Assago (MI)
Strada 1, Palazzo F6
Tel. 02 824761 - Fax 02 82476799
www.ipsos.it

CLAUSOLA DI RENDIMENTO - Diritto di recesso. Clausola di recesso al sensi dell'art. 5 D.Lgs. n. 185/1999. Decorsi 10 giorni lavorativi dalla data di ricevimento del bene da parte del cliente senza che questi abbia comunicato con raccomandata A.R. l'invio a Ipsos Editore S.r.l. Milano/Fori Assago (o mediante e-mail, telegramma, telex o facsimile confermati con raccomandata A.R. nelle 48 ore successive), la propria volontà di recesso, la proposta si intenderà impegnativa e vincolante per il cliente medesimo. In caso di recesso da parte del cliente, entro lo stesso termine (10 giorni lavorativi dal ricevimento) il bene dovrà essere restituito per posta a Ipsos Editore S.r.l., Milano/Fori Assago, Strada 1-Pal. F6, 20090 Assago (MI). Le spese di spedizione saranno a carico di Ipsos Editore S.r.l.

Al sensi dell'art. 10 della legge n. 675/1996 La informiamo che i Suoi dati sono conservati nel database informativo di Ipsos Editore S.r.l. Titolare del trattamento: R. Messtner. Responsabile del trattamento: Ufficio Mkt-Ipsos. Criterio di tutti i responsabili del trattamento è la disposizione presso la sede della società. I Suoi dati saranno utilizzati dalla nostra società, da enti e società esterne ad essa collegati, nonché da soggetti terzi titolari autorizzati del trattamento, solo per l'invio di materiale pubblicitario, commerciale e promozionale. Ai sensi dell'art. 13 della legge, Lei ha il diritto di consultazione, aggiornamento, cancellazione ed opposizione all'utilizzo dei Suoi dati mediante comunicazione scritta a Ipsos Editore S.r.l., Ufficio Mkt, Milano/Fori Assago, Strada 1 - Pal. F6, 20090 Assago (MI). D.Lgs. 13.5.1998 n. 171. Con la sottoscrizione della presente si autorizza espressamente la nostra società nonché enti e società esterne ad essa collegati ad inviare proposte commerciali a mezzo fax, posta, e-mail al sensi e per gli effetti dell'art. 10 D.Lgs. 13.5.1998 n. 171.

realmente indipendenti, e in generale l'assenza di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione costituiscono senza dubbio una spia della mancanza del primo fondamentale strumento per la prevenzione delle manipolazioni contabili: l'autodisciplina aziendale;

2) bilancio assoggettato a certificazione da una società di audit minore o comunque non compresa tra le «Big 5». La fase che precede il rilascio della certificazione di bilancio molto spesso vede una sorta di discussione, quasi una «negoiazione» su alcune poste controverse del bilancio della società oggetto di revisione. Ovviamente, come in ogni negoziazione, sull'esito finale di tale discussione non può non pesare la forza contrattuale relativa delle due parti: una cosa è una discussione tra una grande società quotata e una delle c.d Big 5 (9) della revisione di bilancio e un'altra è la discussione di una posta controversa con una società di revisione non di primo piano, per cui il cliente quotato costituisce una quota rilevante delle fee di revisione annuali. Ad onor del vero, l'ondata di scandali contabili che è emersa negli USA ha fatto emergere un problema di indipendenza tra le Big 5 stesse, a causa dei conflitti di interesse insiti negli incarichi di consulenza ottenuti dalle società di cui curavano la revisione, incarichi di consulenza il cui ammontare era in molti casi superiore a quelli derivanti dall'incarico di revisione. Il problema dell'indipendenza dei revisori è attualmente esaminato a livello politico e dalle autorità di regolamentazione dei mercati finanziari;

3) aumento della pressione competitiva. L'amministratore di un'azienda sottoposta a rilevante pressione competitiva o che comunque si trova in un momento di rallentamento della sua performance operativa, avrà ad evidenza un maggiore stimolo alla manipolazione dei risultati contabili, anche in virtù del più che probabile collegamento della parte variabile della sua remunerazione ai risultati della società;

4) management team «sospetto». Società che contano nel management team persone che in passato sono state coinvolte nella gestione di società coinvolte in scandali, frodi o manipolazioni contabili andrebbero sicuramente esaminate con più attenzione rispetto a società i cui amministratori hanno una storia personale e professionale ineccepibile;

5) passaggio da una fase di alta crescita ad una di crescita inferiore. Valgono *mutatis mutandis* le stesse considerazioni fatte a proposito dell'aumento della pressione competitiva sull'azienda. In generale situazioni che provocano un deterioramento della performance aziendale costituiscono per il management uno stimolo alle manipolazioni contabili per una serie di motivi, non ultima l'esistenza di una correlazione stretta tra una consistente parte della retribuzione del management e i risultati aziendali sia sotto forma di bonus di risultato, sia sotto forma di stock option;

6) lettera di certificazione «inusuale». Probabilmente l'esame della lettera di certificazione allegata al bilancio costituisce il primo test da effettuarsi qualora il bilancio della società da esaminare sia sottoposto a revisione.

Come già accennato, al di fuori di casi di macroscopica connivenza della società di revisione, come avven-

nuto per il caso Enron, tra società di revisione e cliente c'è sempre un certo «fisiologico» grado di discussione (10) che, anche se non conduce ad alcuna eccezione nel rilascio della lettera di certificazione, può essere rivelata da alcuni caveat che il revisore inserisce nella lettera stessa allo scopo principale di limitare la propria responsabilità in caso di azioni legali. Quindi un wording inusuale della lettera di certificazione oppure un eccessivo ritardo nel suo rilascio potrebbero indicare che l'opinione del revisore non è così cristallina come si potrebbe evincere dal rilascio di una certificazione senza eccezioni. Allo stesso modo anche l'ottenimento della certificazione con eccessivo anticipo (purtroppo difficilmente rilevabile dall'analista esterno) potrebbe essere meritevole di ulteriore indagine in quanto potrebbe segnalare una certificazione ottenuta «sulla fiducia» da parte dell'azienda e quindi un grado di pervasività dell'analisi inferiore rispetto a quanto richiesto dalla massima diligenza professionale;

7) cambiamento nelle politiche contabili e nelle stime e valutazioni di bilancio. La nota integrativa è di vitale importanza anche per ottenere informazioni sui principi contabili utilizzati dalla società nella redazione del bilancio e soprattutto su eventuali cambiamenti dei principi stessi da un esercizio all'altro. Tali cambiamenti costituiscono infatti un segnale che l'azienda sta trattando in maniera diversa alcune poste rispetto al passato e, se tali modifiche riguardano una delle poste «sensibili» (ad esempio momento di contabilizzazione dei ricavi, magazzino, capitalizzazione di costi, immobilizzazioni immateriali) e in assenza di disposizioni di legge che sanciscono l'adozione del nuovo trattamento contabile è probabile che il mutamento abbia come unico scopo il miglioramento dei risultati di bilancio;

8) incremento significativo dei crediti verso clienti in relazione al fatturato. Il rapporto tra crediti verso clienti e fatturato costituisce uno dei più classici indicatori dell'attendibilità del risultato di periodo. Tale rapporto infatti costituisce una cartina al tornasole della qualità degli utili: una crescita di questi ultimi che si accompagna ad un'anomala crescita dell'incidenza dei crediti vs clienti sul fatturato segnala un peggioramento nella qualità degli utili, che nell'ipotesi meno preoccupante potrebbe indicare che l'aumento delle vendite e dei profitti è avvenuto tramite l'accettazione di clienti marginali che potrebbero generare problemi di incasso del credito stesso o comunque che l'aumento del fatturato è stato ottenuto concedendo dilazioni di pagamento eccessive rispetto alla media del settore. Nel caso più estremo l'azienda potrebbe aver addirittura contabilizzato vendite inesistenti scrivendo il relativo credito vs clienti che ovviamente non verrà mai onorato;

Note:

(9) Le Big Five della revisione sono le maggiori società attive nel campo della revisione e certificazione contabile e precisamente: Arthur Andersen, PricewaterhouseCoopers, KPMG, Deloitte & Touche e Ernst & Young.

(10) Con termine sgradevole ma efficace si potrebbe dire di negoziazione del bilancio.

9) diminuzione o basso livello in assoluto del rapporto tra cash flow e utili. Anche il rapporto tra cash flow (inteso come variazione della cassa prodotta dalla gestione operativa) e utili costituisce un fondamentale indicatore della qualità degli utili riportati dall'azienda in quanto segnala la capacità di convertire in cassa le vendite effettuate dall'azienda. Un'azienda in cui il tasso di crescita del flusso di cassa sia inferiore al tasso di crescita degli utili o che addirittura mostri un cash flow operativo negativo a fronte di utili positivi nella migliore delle ipotesi sta conseguendo utili di bassa qualità, nella peggiore sta manipolando i suoi risultati reddituali essendo questi ultimi molto più agevoli da «aggiustare» rispetto al cash flow prodotto dalla gestione;

10) aumento anomalo nelle immobilizzazioni immateriali. Un incremento improvviso del valore delle immobilizzazioni immateriali, qualora non spiegato da accadimenti specifici può indicare un cambiamento delle politiche contabili per le immobilizzazioni immateriali: quello che prima veniva speso ora viene capitalizzato con conseguente aumento apparente degli utili riportati in bilancio senza che questo corrisponda però ad un aumento degli utili reali;

11) andamento temporale degli accantonamenti ai fondi di riserva. Come è già stato ricordato, spesso le aziende utilizzano gli accantonamenti ai fondi per creare delle riserve di utili da rilasciare successivamente al fine di migliorare i risultati aziendali negli esercizi in cui tali risultati sono inferiori ai desiderati del management o viceversa effettuando minori accantonamenti rispetto a quelli corretti da un punto di vista economico tecnico al fine di aumentare il risultato di periodo. Per tale motivo un andamento degli accantonamenti a riserva (e specularmente degli utilizzi del fondo corrispondente) particolarmente erratico o comunque anomalo potrebbe alimentare il sospetto che le riserve siano uno degli strumenti attraverso cui l'organo amministrativo manipola gli utili aziendali, costituendo o utilizzando riserve occulte di utili al fine di mitigare la variabilità del reddito aziendale esposto in bilancio;

12) diminuzione del Turnover dell'inventario. Nell'analisi della serie storica dei bilanci dell'azienda deve essere prestata particolare attenzione a variazioni anomale del valore del Turnover di magazzino (pari al rapporto tra i Ricavi e il valore del magazzino). Se vi sono scostamenti significativi tra il valore di tale rapporto per l'azienda analizzata e quello medio del settore di riferimento potrebbe significare che l'azienda produce maggiormente per il magazzino rispetto ai suoi concorrenti e quindi parte degli utili di bilancio è in realtà ancora in attesa di realizzo. Ancora più significativo è un confronto dei valori del turnover dell'inventario riferito alla stessa azienda per una serie storica di 3/5 esercizi o ancora meglio per lo stesso periodo ma su dati trimestrali. Eventuali aumenti del rapporto indicano che l'azienda ha aumentato il livello di produzione per il magazzino rispetto al passato segnalando tra gli utili una componente di utili «virtuali» da scorte invendute e un rallentamento nel business. A titolo di esempio si consideri l'andamento del magazzino di Cisco Systems tra il Luglio 2000 e il Gennaio 2001; in questo periodo il

valore delle scorte è passato da 1,2 a 2,5 miliardi di dollari (più di un mese di vendite di invenduto). Nell'esercizio 2001 (Cisco chiude il bilancio il 31 luglio) la società ha riportato, dopo molti esercizi in utile una pesantissima perdita pari a circa 1,014 miliardi di dollari;

13) utili realizzati off-shore principalmente in paradisi fiscali. La localizzazione in paesi aventi un regime fiscale agevolato al di là degli intenti di risparmio di imposta più o meno lecito, rileva ai nostri fini in quanto consente di approfittare del regime di estrema segretezza nella pubblicazione dei conti aziendali che caratterizza tali paesi, oltre a rendere più difficile eventuali inchieste delle autorità di regolamentazione per l'elevata protezione posta a tutela del segreto bancario in tali paesi;

14) generale difficoltà nella lettura della Nota integrativa. Questo documento dovrebbe essere la prima sezione del bilancio da esaminare da parte dell'analista scrupoloso. La piena comprensione dei prospetti contabili, che sono essenzialmente delle tabelle numeriche, è infatti pressoché impossibile senza l'esame dei dettagli delle poste riportati nella nota integrativa, che non a caso è considerata dal legislatore, a differenza della relazione sulla gestione, parte integrante del bilancio d'esercizio. Un'azienda che fornisce in nota integrativa dati insufficienti o di difficile intelligibilità dimostra poco interesse alla comprensione dei valori stessi da parte dei lettori del bilancio;

15) rapporto tra poste straordinarie e reddito. L'esclusione dai dati proforma di costi etichettati come straordinari, così come l'utilizzo di redditi straordinari per aumentare l'utile sono tecniche usate dal management per migliorare i risultati di bilancio. Un aspetto che andrebbe quindi sempre investigato da parte dell'analista riguarda l'ammontare di redditi/oneri straordinari che la società presenta in bilancio. Ovviamente il valore assoluto di tali costi/redditi straordinari non è di per sé significativo, essendo molto più utile ai fini di un'idea sulle pratiche contabili della società la sua incidenza percentuale sul fatturato calcolato per un periodo di tempo significativo (3/5 esercizi): una regola empirica afferma che un'incidenza media dei costi straordinari consistente superiore al 3/4% delle vendite va considerata sospetta. A titolo di esempio la Tavola 2 riporta l'incidenza media dei costi straordinari sul fatturato per le società statunitensi della Tavola 1;

16) variabilità degli utili operativi a parità di utili netti. Una serie storica dei bilanci societari che manifesta una consistente variabilità del reddito operativo o del gross margin a fronte di una redditività netta stabile potrebbe segnalare l'utilizzo di poste straordinarie o del ritiro del debito (con conseguente calo della spesa per interessi) per mantenere stabili gli utili netti e mascherare così eventuali peggioramenti della performance operativa agli occhi dei fruitori del bilancio. Un'analisi dell'andamento storico di utili operativi (o gross margin) e utili netti (ancora una volta su un intervallo almeno triennale) costituisce quindi un utile test per la verifica dell'eventuale utilizzo da parte del management di queste tecniche;

17) industria *trendy*. Ad evidenza l'incentivo all'alterazione dei risultati di bilancio sarà tanto più grande

quanto maggiore sarà la capitalizzazione che ogni lira addizionale di utile potrà scontare sul mercato. Ciò equivale ad affermare che benché la manipolazione dei risultati contabili è possibile in tutti i tipi di aziende, il rischio è ancora maggiore per le aziende che operano in settori con alti P/E (esempio Internet, biotecnologie) in cui i manager possono cogliere a seguito della manipolazione stessa i maggiori benefici in termini di capitalizzazione di Borsa e soprattutto in termini di remunerazione economica (aumento di valore delle SO o bonus di risultato) o di prestigio personale;

18) tensioni finanziarie rilevanti che richiedono credito frequentemente e/o urgentemente. Quando la società si trova in uno stato di tensione finanziaria, o necessita per finanziare uno sviluppo impetuoso di frequente ricorso al credito bancario o si trova in uno stato di crisi talmente grave da mettere in forse la stessa continuazione dell'attività aziendale, diventa imperativo per il management, al fine di continuare ad ottenere l'accesso al credito bancario o di rispettare i covenants contenuti nel contratto di finanziamento, fornire un'immagine positiva dell'andamento dei conti aziendali. In tali situazioni quindi la probabilità di manipolazioni dei conti aumenta;

19) management dominato da uno o pochi individui molto determinati e carismatici. Kenneth Lay, Jeffrey Skilling, Andrew Fastow (Enron); Bernard Ebbers, Scott Sullivan (Worldcom), Dennis Kozlowski (Tyco): i maggiori scandali contabili degli ultimi anni hanno avuto spesso come epicentro un gruppo di manager molto potenti e dal grande carisma all'interno dell'azienda che per tale motivo potevano trattare la struttura aziendale come una proprietà personale. Il potere di tali manager sulla struttura aziendale era così grande che si è parlato di «capitalismo dei clan». Ad evidenza una struttura organizzativa sostanziale (in termini di potere effettivo, non di formali norme di governance) in cui poche persone detengono un potere decisionale molto vasto non presenta sicuramente quel controllo diffuso e quell'accesso generalizzato all'informazione aziendale che costituiscono i migliori deterrenti per le manipolazioni contabili anche a motivo della percezione di impunità che una conoscenza limitata a poche persone della manipolazione contabile crea a chi la perpetra;

20) top management composto esclusivamente o quasi esclusivamente da uomini di finanza. Un luogo comune ben radicato vuole che quando il top management di una società sia composto esclusivamente o

quasi esclusivamente da uomini di estrazione finanziaria o comunque che nel corso della loro vita professionale abbiano prevalentemente ricoperto posizioni nell'area finanza ci siano maggiori probabilità che i bilanci della società stessa siano manipolati. L'immagine di uomo di finanza associato ai falsi di bilancio ancorché eccessiva sottolinea una tesi che può avere qualche valenza: i managers provenienti dall'area finanza sono più «spregiudicati» nelle pratiche contabili avendo maggiore familiarità con gli aspetti finanziari e contabili della gestione mentre quelli provenienti da altre aree percepiscono finanza e contabilità come dati esterni;

21) senior managers con problemi finanziari personali o che conducono un tenore di vita esagerato. Il problema dei compensi dei manager legati alla creazione di valore per gli azionisti attraverso il ricorso massiccio a piani di incentivazione per il top management tramite l'assegnazione di stock option ha generato «la malsana ossessione con il tasso di crescita degli utili[...] che ha portato molti executive a falsificare i numeri e a ipotecare il futuro delle società loro affidate con il solo fine di aumentare i propri profitti personali grazie al «gioco delle stock options» (11);

22) EBIT growth diverso da EBITDA growth. Una delle grandezze che, a causa della discrezionalità insita nel loro computo, meglio si presta a manipolazioni contabili è senza dubbio l'ammortamento delle immobilizzazioni. Per tale motivo, un confronto tra il tasso di crescita del reddito al lordo degli ammortamenti (EBITDA) e il tasso di crescita del reddito al netto di questi ultimi (EBIT) può risultare utile al fine di rilevare una crescita degli utili operativi solo apparente poiché in realtà ottenuta esclusivamente agendo sulla politica delle quote di ammortamento imputate all'esercizio;

23) struttura del capitale molto complessa. Un gruppo che abbia una struttura del capitale con elevato grado di complessità o sia costituito da una ragnatela di società azioniste o controllate o collegate o abbia un'organizzazione geografica molto dispersa (soprattutto se localizzata in parte in paradisi fiscali), qualora tali complessità non siano giustificate dalle dimensioni o dalle caratteristiche del business (come ad esempio nel caso di grosse imprese multinazionali)

Nota:

(11) Dal New York Times.

Tavola 2 • Incidenza oneri/proventi straordinari di alcune società delle new economy (1998-2002)

	2002	2001	2000	1999	1998	MEDIA
AMAZON	-1,1%	-5,8%	-12,4%	-0,5%	-8,2%	-5,6%
CISCO SYSTEMS	-0,3%	-9,1%	-7,3%	-3,9%	-7,0%	-5,5%
CORNING	-66%	-91%	0%	0%	-2%	-32%
EBAY	NA	-2,2%	-0,4%	-2,0%	0,0%	-1,1%
JDS UNIPHASE	570%	-1570%	-25%	-77%	0%	-220%
PMC SIERRA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
QUALCOMM	0,0%	0,0%	-1,9%	0,0%	-0,6%	-0,5%
YAHOO	NA	-8,7%	-2,1%	-14,9%	-9,5%	-8,8%

potrebbe far sorgere il sospetto che la struttura sia posta in essere al fine di realizzare operazioni fuori bilancio, utilizzando lo schermo fornito dalla assoluta mancanza di trasparenza delle legislazioni contabili e bancarie di tali paesi;

24) frequente cambiamento degli auditor. Uno dei segnali più classici dell'esistenza di manipolazioni contabili era tipicamente dato dal cambiamento della società di revisione che rilasciava la certificazione del bilancio che spesso vedeva il passaggio da una società riconosciuta a livello internazionale ad una società regionale, spesso molto dipendente da quel particolare cliente e perciò più «flessibile» nella certificazione di poste «equivocate». Un segnale analogo può essere dato dal cambiamento frequente del management o dello studio legale di riferimento o dei sindaci: in altre parole di ogni soggetto avente compiti di controllo sia esterno che interno.

Il caso ACLN Ltd

Per fornire un esempio della metodologia di indagine sulle manipolazioni contabili esaminata viene proposto un caso aziendale reale: l'esame dei conti annuali e trimestrali della ACLN Ltd, una società che è stata oggetto di uno degli scandali contabili più gravi degli ultimi anni.

La ACLN Ltd. era una società avente sede legale a Cipro e sede operativa ad Anversa in Belgio, operante nella logistica e precisamente nel trasporto di automobili e camion verso il Corno D'Africa. Successivamente la società si era diversificata nel trading di automobili all'ingrosso, acquistando grossi stock di automobili a sconto dai produttori e rivendendole in Africa utilizzando servizi di trasporto propri o di terzi. Per il trasporto dei veicoli la società, oltre ad utilizzare servizi esterni aveva acquistato una nave da trasporto, la Sea Atef per 6 milioni di dollari.

La società era stata quotata al NASDAQ nel 1998 e nel 2001 era stata quotata anche al New York Stock Exchange, mercato che si vanta di avere «solo aziende di qualità».

Il modello di business dell'azienda, ancorché di nicchia, era stato apprezzato dagli investitori, soprattutto per il positivo andamento dei conti della società che mostravano trimestre dopo trimestre risultati molto positivi sia in termini di crescita di fatturato che di solidità dei margini. Come risultato le azioni della società, certificata da BDO International (non una delle Big Five ma comunque una società di revisione tra le prime dieci al mondo) avevano raggiunto la quotazione di 50 dollari e una capitalizzazione di circa 700 milioni di dollari nel settembre 2001.

Una società di successo quindi? Non esattamente: come si è scoperto (12) la ACLN aveva inventato praticamente la totalità dei ricavi, dei contratti con i clienti e delle consegne di auto, oltre che la totalità dei suoi assets, compresa la cassa: era insomma una società fantasma.

Prima dell'esplosione dello scandalo i tre principali managers della società (13) approfittarono dei corsi azionari artificiosamente alti per vendere oltre 80 milioni di dollari di azioni, quasi interamente senza effettuare la prevista registrazione pubblica alla SEC e

quindi senza portare il pubblico a conoscenza delle vendite. Per poter procedere alla vendita senza effettuare tale registrazione il management aveva messo in piedi una complicata struttura di società offshore, formalmente non collegate ad alcuno dei manager ma nella realtà sotto il loro controllo.

Come è intuibile il valore della società si è praticamente azzerato all'esplosione dello scandalo e con esso la totalità dell'investimento dei risparmiatori che avevano dato fiducia al modello di business della società.

Dei tre top manager della società, Alex de Ridder si trova attualmente in stato di detenzione in Belgio mentre gli altri due sono attualmente latitanti. Dei fondi illecitamente lucrati 45 milioni di dollari sono stati bloccati su conti in Europa, mentre degli altri 35 milioni di dollari se ne sono perse le tracce.

Questa in estrema sintesi la storia della frode ACLN, ma quello che interessa investigare ai nostri fini è scoprire se l'accaduto poteva essere previsto o quantomeno intuito da un analista attento sulla base delle informazioni contabili pubblicamente disponibili e degli altri documenti che la società ha reso pubblici per ottemperare agli obblighi imposti dalla Sec alle aziende quotate negli USA.

Le Tavole 3, 4, 5, 6, 7 e 8 mostrano gli Stati patrimoniali i conti economici e i rendiconti finanziari della società (14), sia annuali che trimestrali fino al giugno 2001 ossia il trimestre precedente al momento in cui la società ha raggiunto la sua massima capitalizzazione (lo scandalo è esploso a ridosso della presentazione alla Sec dei dati relativi al terzo trimestre 2001, ultima documentazione ufficiale presentata dalla società al pubblico).

Ad un esame attento dei dati presentati è possibile osservare come l'informazione fornita dalla ACLN al mercato presentasse già alcuni indizi di una situazione anomala dei conti aziendali. Al di là dei segnali forniti dalle grandezze puramente numeriche, vi erano anche alcuni segnali «qualitativi» di manipolazione rilevabili anch'essi dalla documentazione che la società era tenuta a fornire al pubblico dei risparmiatori. Tali segnali verranno analizzati di seguito;

1) struttura aziendale praticamente inesistente. Nonostante l'avvento della new economy avesse fatto predicare a tutti gli studiosi di scienze aziendali il nuovo «mantra» della *lean organization* la struttura della ACLN, così come appariva dalla documentazione esibita alla SEC appariva un pò troppo *lean*: solamente 8 dipendenti compreso il management, nemmeno un dollaro di rimanenze di nessun tipo, nemmeno un dollaro di debito verso i fornitori, nemme-

Note:

(12) Dopo che il giornalista Herb Greenberg del sito finanziario TheStreet.com aveva scritto un articolo denunciando che i conti della ACLN presentavano incongruenze ed errori materiali.

(13) Joseph J.H. Bisschops, fondatore, CEO e maggiore azionista della società, Abderrazak «Aldo» Labiad, cofondatore, Presidente e CEO e Alex de Ridder, COO).

(14) I dati sono tratti dalla documentazione obbligatoria presentata dalla società alla SEC (form 20f e 6 k da presentarsi se la società quotata non ha la sua sede legale negli USA)

no un dollaro di immobilizzazioni (fino all'acquisto della Sea Atef), nessuna linea di credito bancaria; 2) crescita sostanziale dell'incidenza dei crediti verso clienti sul fatturato. Dall'esame dei conti della società si nota facilmente come, a partire dal 2000, l'incidenza dei crediti verso clienti sul fatturato cresce sensibilmente esplodendo dal 2,5% al 33,4%. Tale esplosione risulta ancora più macroscopica se riformulata in termini di tassi di crescita delle due poste: ad un fatturato che nel 2000 è cresciuto del 72,4%, si è accompagnata una crescita dei crediti verso clienti addirittura del 224%.

Questo trend continua anche nei trimestri successivi alla chiusura dell'esercizio 2000, sia analizzando i dati trimestre su trimestre (ossia confrontando il 2Q 01 con il 1Q 01) che riferendo il calcolo sui due trimestri a distanza di un anno, come mostrato qui in tabella.

Dati in 000 \$	1Q 01	2Q 01	Δ %	2Q 00	2Q 01	Δ %
Crediti vs Clienti	57.207	97.194	70%	29.994	97.194	224%
Ricavi	63.185	78.895	25%	39.814	78.895	98%

L'aumento dell'incidenza dei crediti verso clienti sul fatturato può segnalare un peggioramento della qualità delle vendite o il possibile insorgere di problemi di esigibilità dei crediti stessi o addirittura la contabilizzazione di vendite fittizie e costituisce dunque un segnale che la società sta conseguendo utili di bassa qualità, specialmente se tale aumento è, come nel caso della ACLN, molto rilevante;

3) assenza di fondi rischi, con particolare riferimento al fondo svalutazione crediti. La ACLN non ha mai accantonato un congruo fondo rischi su crediti. Solamente nel terzo trimestre del 1999 la società ha effettuato un accantonamento per circa 260 mila dollari

su uno stock di crediti di oltre 3 milioni (15). Dal trimestre successivo e per tutti gli esercizi successivi la società non ha effettuato alcun accantonamento ulteriore.

È sicuramente anomalo che una società che opera con i paesi africani, sicuramente non la miglior area geografica quanto a grado di esigibilità dei crediti non abbia sentito il bisogno di iscriverne in bilancio un adeguato fondo rischi su crediti per fronteggiare il rischio di credito dei propri clienti. L'effettuazione di accantonamenti in misura insufficiente (o addirittura, come nel caso in esame la non effettuazione di alcun accantonamento) costituisce un sistema attraverso cui le aziende aumentano artatamente i risultati di bilancio;

4) crescita degli utili sensibilmente superiore a quella del Cash Flow Operativo. Nel primo semestre 2001 il cash flow operativo (CFOP) della società è sceso del 43,5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, nonostante un aumento del reddito netto del 62%. Inoltre tra il primo e il secondo quarto del 2001, il CFOP è aumentato solamente del 28%, a fronte di un aumento del reddito netto del 130%. Ecco illustrato il trend comparativo delle due grandezze:

Dati in 000 \$	1Q 01 (3 mesi)	2Q 01 (6 mesi)	Δ %	2Q 00 (6 mesi)	2Q 01 (6 mesi)	Δ %
Reddito netto	13.674	31.474	130%	19.458	31.474	62%
CFOP	20.062	25.749	28%	45.583	25.749	(43,5%)

Nota:

(15) La società stessa nel suo annual report del 1999 scrive che nello svolgimento della propria attività non incontra quasi mai problemi di esigibilità dei crediti e che l'accantonamento effettuato nel 1999 si riferiva a contratti speciali di trasporto conclusi negli anni precedenti e per cui si erano manifestati problemi di esigibilità dei relativi pagamenti.

Tavola 3 • ACLN LTD: conti economici esercizi 1997-2000

	1997	1998	1999	2000
RICAVI NETTI	52,9	81,9	97,5	168,1
Costo del Venduto	(39,8)	(59,7)	(69,3)	(119,2)
MARGINE LORDO	13,1	22,2	28,2	48,9
Spese Gen. Amm e Com (SG&A)	(2,1)	(4,0)	(4,7)	(5,2)
Acc/to Fondo rischi su crediti	-	-	-	-
EBITDA	11,0	18,2	23,5	43,7
Ammortamenti	-	-	-	-
EBIT	11,0	18,2	23,5	43,7
Redditi (Spese) non operativi	0,0	0,1	0,0	1,1
Interessi netti	-	-	-	-
Reddito prima delle imposte	11,0	18,3	23,5	44,8
Imposte	(0,5)	(0,9)	(1,4)	(2,4)
REDDITO NETTO	10,5	17,4	22,1	42,4
Numero medio di azioni	10,94	11,9	13,26	14,59
Utili per azione	0,96	1,46	1,67	2,91

La discrepanza tra crescita degli utili e crescita del CFOP segnala che gli utili sono di bassa qualità e non sono convertiti in cassa e, nei casi più estremi, che la società sta manipolando gli utili, essendo il CFOP una grandezza più difficile da manipolare; 5) incongruenze negli ammontari di SG&A riportate nei documenti contabili.

La società nell'Annual Report relativo all'anno 2000 (Form 20-F) dichiarava che le spese Generali Amministrative e di Vendita (SG&A) per l'anno 2000 sono state pari a 4,9 milioni di dollari. Tuttavia la somma di tale posta nei 4 report trimestrali riportati nel (Form 6-k) relativi allo stesso periodo dava un ammontare di 5,2 milioni di dollari.

Al di là della non significativa entità della discrepanza, il fatto che un'identità contabile (le SG&A annuali devono necessariamente eguagliare la somma di quelle effettuate nei quattro trimestri) mostri un'incongruenza solleva pesanti dubbi sull'attendibilità dei prospetti contabili della società, ma anche sull'accuratezza con cui la SEC ha compiuto i controlli sul-

la documentazione prima dell'esplosione dello scandalo;

6) utili realizzati principalmente in paradisi fiscali. Nonostante la ACLN avesse sede operativa in Belgio, era soggetta a tassazione esclusivamente a Cipro e nel Principato di Monaco, due paradisi fiscali, noti anche per la mancanza di trasparenza nei confronti di eventuali richieste delle autorità tributarie o regolatorie. Come risultato il carico fiscale della società negli esercizi che vanno dal 1997 al 2000 non è stato mai superiore al 6,4% dell'utile prima delle imposte. La domiciliazione in un paradiso fiscale oltre a consentire risparmi di imposta può essere scelta per la mancanza di trasparenza e di un efficace sistema di controllo sulle frodi contabili, che rende più facile la messa in atto di manipolazioni. Non appare chiaro inoltre perché nessuno si sia chiesto come mai le autorità fiscali belghe non abbiano mai contestato l'esistenza di una stabile organizzazione in territorio belga, con conseguente assoggettamento a tassazione

nella nazione, in considerazione del fatto che il principale centro operativo della società era Anversa;

7) transazioni sospette con parti correlate. Come la vicenda della Enron ha mostrato, a spese di tantissimi investitori e dipendenti della società, le operazioni con parti correlate rappresentano uno dei più fertili terreni di coltura per le frodi contabili e anche nel caso dell'ACLN nei documenti ufficiali presentati alla SEC si notano una serie di operazioni con parti correlate estremamente «sospette».

Innanzitutto ACLN eroga una serie di pagamenti alla MFT, di proprietà di due dei tre top manager della ACLN, per servizi amministrativi e affitto di uffici oltre che per alcuni servizi portuali. Come richiede la legislazione USA sulle società quotate, la società ha pubblicato le somme pagate alla MFT dichiarando nel suo annual report del 1999 ammontari pari a 2,4

milioni di dollari nel 1998 e 2,9 nel 1999. Nell'annual report relativo all'anno successivo, con gli stessi auditor dell'anno precedente come responsabili della certificazione, si nota una macroscopica stranezza: la società dichiara di avere pagato alla MFT 5,4 milioni di dollari nel 1999 e 4,5 nel 1998. Come è possibile che cambi l'ammontare di pagamenti già inseriti in un bilancio certificato, per di più per un ammontare così rilevante? Il sospetto è che il cambiamento dell'anno successivo sia stato compiuto per giustificare un ulteriore trasferimento di fondi compiuto a favore della MFT.

Anche l'acquisto del vascello da trasporto Sea Atef presenta dei lati sospetti: la società dichiarava nel suo annual report 2000 di possedere un vascello per il trasporto delle navi dai suoi porti di origine ai suoi porti di destinazione, acquistato per 6 milioni di dol-

Tavola 4 • ACLN LTD: stati patrimoniali esercizi 1997-2000

	1997	1998	1999	2000
Cassa	-	11,3	14,0	56,5
Cassa non liberamente utilizzabile (1)	18,4	36,3	63,6	11,2
Crediti verso clienti	1,7	1,5	2,4	56,2
Rimanenze	-	-	-	-
Altre attività a breve	1,1	-	0,3	0,5
Totale Attività a breve	21,2	49,1	80,3	124,4
Immobilizzazioni materiali lorde	-	-	-	15,5
Fondo Ammortamento	-	-	-	-
Immobilizzazioni materiali nette	-	-	-	15,5
Immobilizzazioni immateriali	-	-	-	-
Altre attività a medio e lungo	-	-	-	-
Totale attività a medio e lungo	-	-	-	15,5
TOTALE ATTIVITÀ	21,2	49,1	80,3	139,9
Debiti finanziari a breve	-	-	-	-
Debiti verso Fornitori	1,6	0,5	0,9	14,7
Parte corrente del debito a lungo	-	-	-	-
Debiti tributari	1	1,9	3,0	5,1
Altre passività a breve	0,1	-	-	-
Totale Passività a breve	2,7	2,4	3,9	19,8
Debito a Medio e Lungo	-	-	-	-
Altre passività a medio e lungo	-	-	-	-
Totale Passività	2,7	2,4	3,9	19,8
Capitale sociale	0,1	0,2	0,2	0,3
Riserve	2,7	13,4	20,8	22,1
Utili portati a nuovo	15,7	33,1	55,3	97,6
Altre riserve	-	-	0,1	0,1
Totale Patrimonio Netto	18,5	46,7	76,4	120,1
TOTALE PASSIVITÀ E NETTO	21,2	49,1	80,3	139,9

(1) La posta si riferisce ai fondi derivanti dall'incasso delle spedizioni di veicoli effettuate prima del 2000, che venivano incassate dagli spedizionieri nei porti di destinazione dei veicoli prima della consegna dell'automobile al cliente. Lo spedizioniere depositava gli incassi delle vendite presso la banca centrale del paese di consegna del veicolo e tali depositi erano iscritti in bilancio come «cassa non liberamente utilizzabile». I fondi erano successivamente trasferiti presso i conti della società dopo la conclusione del processo di contabilizzazione dei movimenti valutari, in accordo alle leggi valutarie del singolo paese dove avviene l'incasso. A partire dal 2000, le fee di trasporto delle navi (così come il prezzo di acquisto del veicolo), nella quasi totalità delle vendite erano pagate in anticipo all'accettazione dell'ordine da parte del cliente. La società utilizzava i servizi della MFT, una società belga controllata da Joseph Bischops, per l'incasso delle fee di trasporto.

Tavola 5 • ACLN LTD: rendiconti finanziari esercizi 1997-2000

	1997	1998	1999	2000
Reddito netto	10,5	17,4	22,2	42,4
Ammortamenti immobilizzazioni	-	-	-	0,5
Incremento (Decremento) netto Attività e Passività	(11,1)	(16,9)	(26,9)	14,3
Altri Effetti operativi netti	-	0,2	0,1	-
Cash Flow Operativo	(0,6)	0,7	(4,6)	57,2
Capex	-	-	-	(6,0)
Altri Investimenti netti	-	-	-	(10,0)
Cash Flow da attività di Investimento	-	-	-	(16,0)
Altro Cash Flow (Outflow) da attività di finanziamento	0,9	10,6	7,3	-
Dividendi	(0,3)	-	-	-
Emissione (riacquisto) di azioni	-	-	-	1,3
Emissione (riacquisto) di obbligazioni	-	-	-	-
Cash Flow da attività di finanziamento	0,6	10,6	7,3	1,3
VARIAZIONE NETTA DELLA CASSA	-	11,3	2,7	42,5
Cassa - Inizio del periodo	-	-	11,3	14,0
Cassa - Fine del periodo	-	11,3	14,0	56,5

Tavola 6 • ACLN LTD: conti economici trimestrali

	1QE 2000 3 mesi	2QE 2000 6 mesi	1QE 2001 3 mesi	2QE 2001 6 mesi
RICAVI NETTI	28,6	68,4	63,2	142,0
Costo del Venduto	(18,4)	(46,2)	(47,3)	(104,6)
MARGINE LORDO	10,2	22,2	15,9	37,4
Spese Gen. Amm e Com (SG&A)	(1,0)	(2,0)	(2,0)	(4,8)
Acc/to Fondo rischi su crediti	-	-	-	-
EBITDA	9,2	20,2	13,9	32,6
Ammortamenti	-	-	-	-
EBIT	9,2	20,2	13,9	32,6
Redditi (Spese) non operativi	0,0	0,0	0,5	0,0
Interessi netti	-	0,3	-	1,3
Reddito prima delle imposte	9,2	20,5	14,4	33,9
Imposte	(0,5)	(1,0)	(0,7)	(2,4)
REDDITO NETTO	8,7	19,5	13,7	31,5

lari. Da un facile controllo sul sito Internet del registro pubblico mondiale delle imbarcazioni il proprietario della nave non risultava essere la ACLN ma una società chiamata Sea Atef Shipping Co, posseduta da una persona fisica e dalla DCC Ltd e che aveva tra i

suoi amministratori Joseph Bisschops il CEO di ACLN, senza che tale fatto fosse rappresentato alla SEC come richiesto dalla legge, e che poi si scoprì essere in realtà controllata dallo stesso Bisschops. Ovviamente il fatto che la ACLN non fosse la proprietà

ria della nave solleva pesanti dubbi sulla veridicità del bilancio in cui la stessa nave risulta iscritta, insieme ad un interrogativo ancora più rilevante: che fine avevano fatto i 6 milioni di dollari che la ACLN avrebbe pagato per l'acquisto del vascello?

8) complessità geografica dell'organizzazione della società. La società ha sede legale a Cipro, sede fiscale a Cipro e Montecarlo, sede operativa ad Anversa e operazioni in 19 porti tra l'Europa e l'Africa. Il CFO ha l'ufficio in California e l'auditor si trova a Cipro: ad evidenza un'organizzazione così dispersa e complicata e localizzata materialmente in molti paesi sospetti non deponeva sicuramente a favore della accuratezza ed effettività del sistema dei controlli interni alla società;

9) management team «sospetto». Le autorità tunisine, su richiesta di informazione della SEC successiva all'esplosione dello scandalo, informarono la Sec stessa che il CEO della società Aldo Labiad (originario della Tunisia) era stato oggetto di un ordine d'arresto per aver frodato gli azionisti di minoranza di una società di trasporto marittimo da lui controllata, avendo fatto acquistare alla stessa società dei vascelli venduti da un'altra sua società a prezzi artificiosamente elevati. Come si vede la frode messa in atto in Tunisia era molto simile a quella che poi si ripeterà tramite l'ACLN. Ancora la domanda è: come mai nessuno aveva chiesto informazioni al paese di origine degli amministratori sull'inesistenza di pendenze penali a loro carico?

10) debole ambiente di controllo. La dispersione dell'organizzazione geografica non era sicuramente l'unica spia dell'inesistente controllo esogeno sull'operato degli amministratori: basti pensare che, come scritto nero su bianco sui documenti presentati alla SEC, il presidente del comitato di audit era anche il legale esterno della società: l'avvocato del controllato che svolge funzioni di controllante non è ad evidenza la situazione ideale per garantire l'indipendenza della funzione di controllo.

Anche la non indipendenza dell'auditor BDO International Cipro avrebbe dovuto essere rilevata: la famiglia del partner della società infatti possedeva la società che preparava i bilanci e teneva la contabilità della ACLN (due degli impiegati di tale società nonché figli del partner responsabile della certificazione erano anche impiegati della BDO Cipro): anche in questo caso un auditor che si trova a certificare un bilancio da egli stesso preparato non è sicuramente garanzia di assoluta imparzialità nella conduzione del lavoro di audit. Inoltre la ACLN era l'unica società quotata negli USA che era cliente della BDO di Cipro, godendo quindi probabilmente di una grossa forza contrattuale;

11) management dominato da pochi individui. Anche la ACLN costituiva un esempio di «capitalismo dei clan»: Bisschops controllava la maggioranza assoluta della società e le decisioni erano prese solo dai tre top manager, anche in considerazione del fatto che la società aveva solo 8 dipendenti.

Da un esame della documentazione Sec emergevano inoltre altre incongruenze minori:

- la società forniva dati discordanti sul numero di nuove macchine vendute nel primo quarto del 2001

nelle sue *press release* rispetto a quanto riportato nel form 6-k relativo allo stesso periodo, dichiarando stranamente lo stesso dato di fatturato nonostante una differenza di circa 100 macchine vendute in meno;

- la società sembra non avere avuto un CFO nell'anno 2000 in quanto dal Form 20-F il precedente CFO (Alex de Ridder) risulta avere tenuto la carica fino al gennaio 2000 mentre il nuovo CFO (Christian Payne) è subentrato nel gennaio 2001 in qualità di (sic!) part-time CFO (16).

Conclusioni

La metodologia sopra descritta non pretende ovviamente di essere uno strumento a disposizione dell'analista per scoprire al di là di ogni ragionevole dubbio quale sarà la prossima Enron o la prossima Worldcom: tuttavia, sebbene la scoperta delle manipolazioni contabili richieda sempre un certo grado di giudizio soggettivo da parte dell'analista, ricercare i segnali di pericolo esaminati in questo lavoro può consentire di rilevare molti comportamenti non ortodossi da parte del management e, come dimostrato dalla vicenda della ACLN, di scoprire almeno le frodi più macroscopiche.

Bibliografia

Per l'approfondimento delle tematiche trattate nell'articolo si veda:

- Mulford C. W, Comiskey E. E. *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices*, John Wiley & Sons 2002.
- Mulford C. W, Comiskey E. E. *Financial Warnings*, John Wiley & Sons 1996.
- O'glove T.L., Sobel R. *Quality of earnings*, Free press 1998.
- Schillit H., *How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports*, McGraw Hill 2002.
- Tami A., «Utili «di qualità» per prevedere le crisi: il caso Worldcom» in *Amministrazione & Finanza* n. 20/2002.

Nota:

(16) Testualmente «The agreement requires Mr. Payne to devote substantially all of his business time to the performance of his duties and responsibilities to us (i.e. ACLN), except as mutually agreed by Mr. Payne and us from time to time...» (ACLN, 2000 Annual Report, p. 18).

Tavola 7 • ACLN LTD: stati patrimoniali trimestrali

	1QE 2000 3 mesi	2QE 2000 6 mesi	1QE 2001 3 mesi	2QE 2001 6 mesi
Cassa	26,7	43,5	75,6	82,4
Cassa non liberamente utilizzabile	53,8	25,5	0,7	-
Crediti verso clienti	23,8	30,0	57,3	97,2
Rimanenze	-	-	-	-
Altre attività a breve	0	0,7	1,4	1,1
Totale Attività a breve	104,3	99,7	135,0	180,7
Immobilizzazioni materiali lorde	0	16,0	15,3	15,1
Fondo Ammortamento	-	-	-	-
Immobilizzazioni materiali nette	-	16,0	15,3	15,1
Immobilizzazioni immateriali	-	0	-	0
Altre attività a medio e lungo	-	-	-	-
Totale attività a medio e lungo	0,0	16,0	15,3	15,1
TOTALE ATTIVITÀ	104,3	115,7	150,3	195,8
Debiti finanziari a breve	-	-	-	-
Debiti verso Fornitori	15,8	16,0	10,7	36,6
Parte corrente del debito a lungo	-	-	-	-
Debiti tributari	3,4	3,9	5,8	7,4
Altre passività a breve	-	0	-	0
Totale Passività a breve	19,2	19,9	16,5	44,0
Debito a Medio e Lungo	-	-	-	-
Altre passività a medio e lungo	-	-	-	-
Totale Passività	19,2	19,9	16,5	44,0
Capitale sociale	0,2	0,2	0,3	0,3
Riserve	20,8	20,8	22,1	22,3
Utili portati a nuovo	64,0	74,7	111,3	129,1
Altre riserve	0,1	0,1	0,1	0,1
Totale Patrimonio Netto	85,1	95,8	133,8	151,8
TOTALE PASSIVITÀ E NETTO	104,3	115,7	150,3	195,8

Tavola 8 • ACLN LTD: rendiconti finanziari trimestrali

	1QE 2000 3 mesi	2QE 2000 6 mesi	1QE 2001 3 mesi	2QE 2001 6 mesi
Reddito netto	8,7	19,5	13,7	31,5
Ammortamenti immobilizzazioni	-	-	0,2	0,4
Incremento (Decremento) netto Attività e Passività	4,1	26,1	6,3	(6,0)
Altri Effetti operativi netti	-	-	-	-
Cash Flow Operativo	12,8	45,6	20,2	25,9
Capex	-	(6,0)	-	-
Altri Investimenti netti	-	(10,0)	-	-
Cash Flow da attività di Investimento	-	(16,0)	-	-
Altro Cash Flow (Outflow) da attività di finanziamento	-	-	-	-
Dividendi	-	-	-	-
Emissione (riacquisto) di azioni	-	-	0,1	0,2
Emissione (riacquisto) di obbligazioni	-	-	-	-
Cash Flow da attività di finanziamento	-	-	-	-
VARIAZIONE NETTA DELLA CASSA	12,8	29,6	20,2	25,9