



Milano, 31 maggio 2016

Spett.le
CONSOB
Divisione Informazione Emittenti
Via G.B. Martini, 3
00198 ROMA

Gentili Signori,

desideriamo ringraziare la Commissione ed i suoi Uffici per l'opportunità di esprimere osservazioni sul Documento di Consultazione (il "**Documento**") dello scorso 19 aprile in merito alla "Rappresentazione nel bilancio separato o d'esercizio degli effetti delle fusioni per incorporazione di società operative non quotate in società non operative quotate nei mercati regolamentati, con effetti contabili infrannuali".

Svolgiamo qui di seguito alcune riflessioni che derivano dalla diretta esperienza nella strutturazione e gestione di società non operative quotate finalizzate alla fusione con società operative non quotate, quale è Capital For Progress 1 S.p.A. ("**CFPI**").

La consultazione attiene a due distinti profili, ancorché intimamente collegati: il primo relativo alle modalità di contabilizzazione della fusione ed il secondo relativo alla *disclosure*. Le due tematiche meritano separata trattazione, ma una comune premessa.

1. Premessa

Nel Documento si sostiene che "la quotazione di una società operativa senza effettuare un'offerta al pubblico...bensì mediante fusione per incorporazione in una società quotata non operativa è un'operazione praticata ed in via di diffusione".

Il passaggio sembrerebbe riferirsi al fenomeno delle SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) società quotate non operative che nascono con l'esplicito obiettivo di portare indirettamente in quotazione, entro un breve lasso temporale, una società operativa "Target".

Non può sfuggire che trattasi di fenomeno del tutto diverso da quello del c.d. *shell companies* (società già quotate "svuotate" di attività) che vengono generalmente utilizzate per *indirect listing* col fine di evitare (o, meglio, ridurre) gli oneri amministrativi e di trasparenza di un normale accesso al mercato.

Senza dilungarci sulle peculiarità delle SPAC (presenza di Promotori che mantengono un ruolo post *business combination*, presenza di importanti fondi liquidi, ...) basti qui ricordare che tale struttura consente sempre al socio/investitore di ritirarsi¹ dall'investimento al momento in cui viene decisa la

¹ Con diversi meccanismi tecnico giuridici: recesso, put option...

business combination con la Target: è quindi nel massimo interesse della SPAC e dei suoi promotori fornire complete e dettagliate informazioni al mercato sin dal momento della decisione.

Correttamente, con una semplice metafora, si sostiene che “la vera IPO di una SPAC è la *business combination*”.

Rilevano al riguardo alcune disposizioni normative: in linea generale poiché per una SPAC quotata su di un mercato regolamentato, al momento della fusione con la Target, vengono emesse in concambio un numero di azioni superiore al 10 % del capitale sociale viene predisposto un Prospetto Informativo scrutinato dall’authority competente e compilato secondo le disposizioni del Regolamento 809/2004.

Le informazioni pro-forma presenti in tale Prospetto, in genere riguardano esclusivamente il bilancio consolidato, esponendo in separate colonne i dati economici, patrimoniali e finanziari di (i) Consolidato Target, (ii) civilistico SPAC², (iii) rettifiche. La comunicazione Consob DEM /1052803 del 5 luglio 2001 detta regole in materia che appaiono ancora valide.

2. Inquadramento dell’operazione e principi contabili di riferimento

La ricostruzione effettuata dagli Uffici della Commissione circa l’inquadramento, nel contesto degli IFRS, delle fusioni di cui si discute è condivisibile, anche per quanto attiene al fatto che non vi siano specifiche indicazioni circa il trattamento nel bilancio individuale o separato.

Fonte di perplessità è tuttavia il trattamento contabile suggerito nello “*Staff Paper IFRS 3 Business Combinations: accounting for reverse acquisition transactions where the acquiree is not a business - March 2013*” richiamato nel Documento.

Esso prevede, tra l’altro, che l’eventuale differenza tra il patrimonio netto contribuito (*consideration received*) dalla SPAC (che è *legal acquirer* ma *accounting acquiree*) al bilancio della Target (che è *legal acquiree* ma *accounting acquirer*) e il *fair value* degli strumenti finanziari “emessi” per l’acquisizione (*consideration transferred*), sia un corrispettivo, pagato in azioni, a fronte di un “servizio” che Target ottiene dalla SPAC, ovvero la quotazione.

Di conseguenza, in accordo con l’IFRS 2 *Share Based Payments* tale differenza deve essere spesa a conto economico.

Gli IFRS identificano il richiamato *fair value* delle azioni della SPAC con il prezzo di mercato al momento dell’effettivo realizzarsi del *merger*, cioè alla data dell’atto di fusione.

Ma in tale momento il prezzo di mercato potrebbe essere anche materialmente superiore al patrimonio netto contribuito da SPAC alla Target. Anzi, nel caso di un’operazione di successo dovrebbe essere “fisiologicamente” superiore, incorporando il valore della crescita che, con i fondi della SPAC, Target porrà in essere.

² In genere la SPAC non ha società controllate, salvo casi in cui, per ottimizzare la gestione della propria liquidità, non costituisca una *subsidiary* a tal fine. Così per esempio *Italy 1 Investment S.A.* poi fusasi con IVS S.p.A.

Ecco quindi che questo trattamento contabile giunge al paradossale effetto di penalizzare il conto economico post *business combination* di un'operazione di successo, nuocendo alle quotazioni tramite SPAC: si ricordi, infatti, che i costi sopportati nel caso di una normale IPO sono, in genere, chiusi contro patrimonio netto rappresentando correttamente non tanto costi di *listing*, ma *cost of raising finance*.

3. Predisposizione di un pro-forma “individuale” nella Relazione sulla Gestione della società post fusione

La consultazione affronta poi la tematica della *disclosure* nel primo bilancio individuale dell'entità risultante dalla fusione.

Preliminarmente il Documento sostiene che “la redazione del bilancio separato o d'esercizio da parte della società risultante dalla fusione come continuazione del bilancio separato dell'acquirente contabile / acquisita giuridica non appare in contrasto con i principi contabili di riferimento”.

L'osservazione sembra postulare la possibilità che il bilancio individuale dell'incorporante (acquisita contabile / acquirente giuridica) possa in concreto, anche in assenza di retrodatazione contabile, recepire l'interezza delle scritture contabili (relative cioè all'intero esercizio) dell'incorporata (acquirente contabile / acquisita giuridica).

E' una prassi che non pare frequente nella pratica, ove invece spesso le scritture dell'incorporata sono imputate al bilancio individuale dell'incorporante dalla data di efficacia giuridica della fusione³ anche qualora la stessa sia una *reverse acquisition* secondo l' IFRS 3 e come tale trattata nel bilancio consolidato.

Successivamente il Documento propone, per le società post fusione (che non hanno tendenzialmente seguito la via sopra indicata) di integrare la Relazione sulla Gestione con un pro-forma relativo ai soli bilanci individuali di incorporante ed incorporata “eventualmente” corredati dei relativi dati comparativi.

La prima riflessione in merito attiene al campo di applicazione della raccomandazione: se esiste un problema di completezza informativa in merito al pro-forma della sola entità giuridica risultante dal *merger*, appare difficile giustificare tale necessità (i) nel solo caso della fusione tra quotate non operative e non quotate operative e (ii) nel solo momento della pubblicazione del primo bilancio dell'entità post fusione.

Il problema dovrebbe sussistere allora anche nel caso di fusione tra società quotate operative: tuttavia fino ad ora questa esigenza è stata scarsamente avvertita dagli investitori e nella prassi, non solo nei bilanci, ma soprattutto nei Prospetti Informativi e nei Documenti Informativi ex Art. 70 del

³ Questo è il comportamento che si deduce anche dall' OPI 2 Assirevi “Trattamento contabile delle fusioni nel bilancio di esercizio” per quanto attiene le fusioni con natura di acquisizione.

Regolamento Emittenti⁴ i pro-forma “individuali” in aggiunta a quelli consolidati sono estremamente rari⁵.

Un secondo profilo degno di attenzione riguarda, più in generale, il valore informativo di dati pro-forma individuali.

Sulla base dell’esperienza di chi scrive investitori e analisti finanziari, salvo casi particolari, hanno scarso interesse ad avere dati pro-forma non consolidati. E’ noto che in strutture di Gruppo articolate la fisionomia ed i risultati del bilancio della capogruppo, anche operativa, possono modificarsi velocemente ed essere soggetti a decisioni e a variabili gestionali facilmente azionabili⁶.

Quanto sopra dovrebbe addirittura far riflettere se i dati pro-forma individuali non rischiano di essere fuorvianti. Si pensi ad una capogruppo che nell’ambito della fusione modifica il proprio profilo reddituale o patrimoniale: mentre a livello di gruppo il confronto tra pro-forma dell’anno precedente ed *actual* fornirà interessanti elementi analitici sull’andamento della gestione, a livello di singola entità il pro-forma storico potrebbe rivelarsi ingannevole con riguardo alla capacità successiva di ottenere un risultato economico positivo, di distribuire dividendi, di ottenere nuovi finanziamenti e così via.

Infine, il richiamo contenuto nella bozza di Raccomandazione alla *disclosure* dell’ IFRS 3 paragrafo B64(q) che richiede di riportare ricavi e gli utili o perdite della *combined entity* come se l’acquisizione decorresse dall’inizio del periodo non appare decisivo, poiché nel caso di cui trattiamo il bilancio consolidato comunque sarà redatto in continuità con quello dell’incorporata operativa (acquirente contabile / acquisita giuridica) e, quindi, tali informazioni saranno sostanzialmente disponibili.

4. Conclusioni

Alla luce degli elementi sopra esposti, mentre si concorda con l’analisi e la ricostruzione degli Uffici della Commissione in merito all’inquadramento delle operazioni di fusione tra società non operative quotate e società operative quotate, non sembrano sussistere validi motivi per raccomandare la redazione di pro-forma “individuali” anche nel caso di effetti contabili infrannuali, potendosi lasciare la decisione alla sensibilità degli emittenti interessati, o a specifiche richieste Consob individuali⁷.

Ciò anche in virtù del costo della redazione e revisione contabile (a maggior ragione se anche con dati comparativi dell’esercizio precedente) di questi pro-forma che andrebbe ad aggravare i costi complessivi di operazioni le quali, in particolare per le SPAC, sono strutturate anche con l’obiettivo di ridurre l’incertezza, la complessità e gli oneri di accesso al mercato.

⁴ I quali, si rammenti, sono predisposti in genere prima della decisione dell’assemblea concernente la fusione.

⁵ Pur con il beneficio di un’analisi non esaustiva, sembrerebbe peraltro che anche nelle altre giurisdizioni ci si limiti a pro-forma consolidati. Per esempio, né l’articolo 11 della Regulation S-X né il *Financial Reporting Manual* della *Securities and Exchange Commission* appaiono occuparsi della questione di cui qui si tratta.

⁶ Si pensi all’incremento o decremento di *management fees* fatturate alle controllate, a prestiti di personale, a cessione / scorporo di rami d’azienda, alla politica dei dividendi da controllate...

⁷ Il caso citato in nota 2 fornisce la misura della necessità di una riflessione volta per volta: il pro-forma delle due società fuse sarebbe stato privo di valore informativo in quanto la liquidità della SPAC (quotata non operativa) era detenuta tramite una controllata di scopo.



CAPITAL
FOR
PROGRESS

Sarebbe invece molto utile e apprezzata un'attività della Commissione e dei suoi Uffici, nelle sedi più opportune, che portasse ad un ripensamento e ad una rivalutazione della richiamata posizione interpretativa dello staff IFRS sul trattamento della differenza tra *consideration received* e *consideration transferred*.

Distinti Saluti

Il Presidente
Dott. Marco Maria Fumagalli