

# L'analisi finanziaria nel Litigation Support -

*Di Andrea Angelelli – Partner CPI*

## INTRODUZIONE

L'analisi finanziaria si basa sull'elaborazione aritmetica e/o matematica di grandezze economiche misurabili (quantitative). La premessa ovviamente non comporta che si tratti di una "scienza esatta". L'interpretazione soggettiva da parte dell'analista dei risultati ottenuti infatti riveste una importanza fondamentale nell'efficacia dell'analisi stessa. Quello appena ricordato è uno dei motivi per cui (ad esempio) i sistemi di Rating<sup>1</sup> corporate spesso non danno dei risultati soddisfacenti (per usare un eufemismo). Nessun *ratio* e/o sistema, più o meno sofisticato o "esperto", può sostituirsi all'esperienza ed all' "esprit de finesse" di chi li interpreta e li utilizza. L'economia e la finanza non sono né saranno mai scienze ma solo discipline. Quanto sopra è, per certi versi, ancor più vero nell'ambito dell'argomento trattato in questo articolo. Il tema è infatti oltremodo delicato, le azioni legali civili spesso si sovrappongono a quelle penali con potenziali conseguenze davvero dirompenti sia per le persone fisiche che per quelle giuridiche coinvolte. Ciò non toglie che ci siano dei criteri generali da utilizzare e rispettare e delle tecniche efficaci da applicare. E', in ogni caso, complesso illustrare una tassonomia completa degli strumenti utilizzabili, perché le casistiche sono innumerevoli (cause attive o passive su temi civilistici, legali, fiscali, ecc.) e, nella realtà le tecniche ed i criteri dipendono anche da quello che la controparte porta ad evidenza (nelle

---

<sup>1</sup> Il rating (o scoring) è un termine molto utilizzato nel corso degli ultimi anni in relazione al rischio-paese e soprattutto in relazione al rischio default connesso ai titoli di stato. In realtà il rating nasce come sistema di previsione dei default (insolvenze) aziendali nei tardi anni sessanta: Edward Altman, Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, Journal of Finance, 1968.

memorie ad esempio<sup>2</sup>) in merito alla violazione degli articoli dei vari codici o di accordi intercorsi fra le parti.

Quello che si potrà tentare di fare in questa sede è fornire delle indicazioni e dei suggerimenti generali sull'approccio da seguire in alcuni casi tipici in cui ci si può imbattere nel corso dell'attività di supporto alle cause civili, penali o fiscali.

Si evidenzia inoltre che la trattazione non ha alcuna ambizione di natura legale/giuridica anche se è ovvio che i due aspetti sono intimamente legati e pertanto le considerazioni sviluppate vanno (ancora una volta) interpretate alla luce della situazione giuridica da cui origina l'analisi sia in termini di ambito della normativa che di eventuale fase processuale e/o arbitrale.

Tutti gli spunti introdotti nell'articolo nascono da casi concreti ma attinenti esclusivamente l'ambito (e quindi anche la legislazione) italiana.

L'oggetto dell'articolo riguarda specificamente l'analisi finanziaria e non altri aspetti economici potenzialmente collegati alle litigation come il puro *forensic accounting*, ovvero sia la ricostruzione della corretta trattazione contabile (sulla base di principi IAS, IFRS, US GAAP, ecc.) delle variabili economiche oggetto della vertenza.

Al contrario, in questa sede, per *litigation support* si ribadisce intendersi tutte quelle analisi e verifiche volte ad agevolare e circostanziare il lavoro degli Avvocati, della Magistratura o dei Pubblici Ufficiali, non solo in merito a presunte violazioni di accordi fra le parti ma anche in generale in merito a presunte violazioni di Legge.

---

<sup>2</sup> La Memoria è un atto scritto (di parte) che non ha una disciplina generale nell'ordinamento, ma è previsto in specifiche fasi del processo quale strumento mediante il quale le parti possono illustrare la propria posizione su punti di fatto e diritto oggetto della controversia. Così come gli altri atti di parte, la memoria va comunicata alla controparte mediante deposito in cancelleria o notificazione. Artt 168, 170, 370, 378 Codice di Procedura Civile.

## CONCETTI GENERALI

### - La coerenza spazio-temporale e l'ambito competitivo

Il concetto fondamentale che sta alla base di una corretta analisi a supporto delle cause civili e penali (almeno a parere di chi scrive) riguarda la necessità logica e fattuale di contestualizzare con precisione l'ambito dell'analisi stessa.

Di frequente viene completamente perso di vista nelle memorie giuridiche la distinzione fra il concetto di ex-ante e quello di ex-post. Con il preoccupante risultato di confondere a volte quello che si vorrebbe dimostrare con quello che è accaduto concretamente, magari anni dopo gli eventi oggetto di analisi. In altre parole, è opportuno fare tutti i necessari sforzi (sia nel reperimento dei dati, che nell'analisi) per riportare la situazione al momento temporale e al contesto ambientale in cui si sono verificate le presunte violazioni e/o atti fraudolenti. Un comportamento o una scelta che possono apparire oggi incomprensibili, o interpretabili come atti illeciti o inadempimenti contrattuali potrebbero assumere un diverso significato una volta riportati nel contesto economico, aziendale o sistemico in cui sono accaduti. E, parimenti, atti che nel contesto attuale, appaiono quantomeno consueti (se non leciti), possono assumere un significato differente riportati nella situazione storica in cui si sono verificati. Per fornire un esempio banale, scelte gestionali o di struttura finanziaria (utilizzo di mezzi propri o di terzi) che potevano apparire rischiose o addirittura perniciose per la continuità aziendale prima del 2009 potrebbero non sembrare così scellerate se effettuate negli anni successivi. Con tutto ciò che ne consegue, ad esempio, in termini di potenziale responsabilità degli amministratori che hanno effettuato le suddette scelte. Nel 2009, per fare un caso ancor più concreto, nel pieno della crisi

bancaria i tassi overnight<sup>3</sup> hanno in alcuni casi e/o paesi sfiorato il 20%.

In quel contesto potrebbe essere opinabile qualsiasi normale considerazione sulla violazione del tasso di usura. Fatti salvi ovviamente gli espressi precetti legislativi. La normativa non riesce infatti ad adeguarsi in modo fluido e veloce alla realtà concreta in cui gli operatori economici sono costretti ad agire<sup>4</sup> e a prendere decisioni. Ovviamente quelli ricordati sono casi limite ma lo stesso approccio è riscontrabile in molti altri casi concreti dove la situazione è molto meno estrema.

Non solamente è rilevante la tematica temporale ma anche l'ambito specifico in cui un operatore economico agisce. Ci si riferisce in particolare al contesto competitivo in cui i soggetti operano, ovverosia ai cosiddetti "settori"<sup>5</sup>.

All'interno di un settore esistono forze competitive che spingono gli operatori a comportamenti che possono apparire poco comprensibili o addirittura avventati se considerati da un punto di vista generico ma che trovano la propria spiegazione (quantomeno logica se non giuridica) proprio alla luce delle specifiche dinamiche competitive che operano nel settore.

---

<sup>3</sup> Il tasso overnight è il tasso al quale le banche prestano denaro per la durata massima di 24 ore attraverso depositi ad altre banche.

Le banche che hanno eccedenza di denaro finanziano le banche che hanno necessità immediata di liquidità. Un tasso overnight elevato è indice di bassa liquidità nel mercato interbancario.

<sup>4</sup> Per citare un caso singolare l'Art. 516 del Codice di Procedura Civile italiano che prevede che i bachi da seta (!) possono essere pignorati solo quando sono nella maggior parte sui rami per formare il bozzolo. L'articolo, tuttora valido, è evidente retaggio di una realtà economica ottocentesca.

<sup>5</sup> "Il concetto di settore è molto importante per l'analisi economica. Esso è ugualmente importante per l'uomo d'affari, per il governo, per quelli che sono interessati alla raccolta ed elaborazione dei dati economici, per i ricercatori" A. Koutsoyannis "Modern Microeconomics", Macmillan Press, Londra, 1979.

Per fornire un esempio concreto, di frequente possono nascere controversie nell'interpretazione ed esecuzione degli accordi commerciali. I criteri di gestione del capitale circolante costituiscono una delle differenze più eclatanti fra le dinamiche competitive dei vari settori. Basti pensare alle differenze fra la Distribuzione Organizzata e le aziende che lavorano per commessa. La legislazione è ovviamente identica per Esselunga e Impregilo (per fare un esempio), ma la struttura e soprattutto l'interpretazione di un accordo commerciale non possono che variare in base all'attività che le aziende esercitano e al mercato che servono. Ovverosia al settore cui appartengono <sup>6</sup>.

In alcuni tipi di legislazione (fiscale principalmente) inoltre il concetto di settore ha una valenza esplicitamente riconosciuta <sup>7</sup>. Tuttavia tali studi e analisi tengono a volte conto solamente di alcuni parametri e non della struttura competitiva del settore nel suo complesso. Che vanno opportunamente ricostruiti considerando, se del caso, anche altre variabili omesse in sede legislativa.

Così come per altre tipologie di analisi settoriale, quella sviluppata per il supporto alle vertenze legali è efficace (almeno da un punto di vista teorico) solo se implementata su serie storiche sufficientemente lunghe.

Un'analisi che consideri esclusivamente i dati settoriali più recenti (ad esempio relativi all'ultimo anno disponibile) perde di

---

<sup>6</sup> La definizione di settore esula dagli scopi della trattazione ed è, anche da un punto di vista teorico, controversa. I due criteri più comunemente utilizzati per la definizione di settore sono:

- il bene prodotto (criterio del mercato);
- i metodi utilizzati per la produzione (criterio tecnologico).

In base al criterio del mercato vengono incluse nello stesso settore le imprese i cui prodotti risultano (agli occhi degli utilizzatori/consumatori) sostituti stretti <sup>7</sup> I "famosi" studi di settore sono uno strumento che il fisco utilizza per rilevare alcuni parametri economici di liberi professionisti e imprese. L'obiettivo è quello di valutare (a priori) la capacità di produrre reddito dei vari operatori e sono impiegati per il cosiddetto accertamento induttivo.

significatività. E' opportuno quindi che vengano inclusi i dati di almeno un quinquennio storico, e, se possibile, quelli relativi ad un ciclo economico, ovverosia sia anni di espansione che di recessione. Le forze competitive all'interno di un settore infatti si evolvono in relazione alla tecnologia, alla chiusura/apertura di nuovi mercati, alla legislazione, ecc e non sono certo immutabili nel tempo.

Quanto sopra ricordato è ancor più rilevante se si considerano le possibili vicende legali collegate alla normativa antitrust.

Non può realmente essere analizzata una possibile violazione se non si considerano periodi pluriennali e l'evoluzione delle variabili più rilevanti (fatturato, margini operativi, capitale circolante, ecc.) nel tempo. Molti settori seguono andamenti ciclici anche scollegati dal ciclo economico più generale e utilizzare, per l'analisi, dati relativi solo ad anni di ciclo economico alto o basso comporta risultanti che possono anche essere fuorvianti.

### **La coerenza dell'esposizione con le caratteristiche del soggetto giudicante**

Il concetto di settore sopra ricordato ci consente di introdurre un altro aspetto che riveste una valenza generale per qualsiasi tipo di analisi a supporto di una *litigation*, vale a dire la considerazione delle caratteristiche e del background formativo e professionale del soggetto giudicante.

In altre parole, ben diverso è dover analizzare un atto o fatto da sottoporre a una Commissione Tributaria, composta in linea teorica da soggetti che hanno (o dovrebbero avere) una certa dimestichezza con le transazioni economiche o le operazioni societarie, e dover sviluppare un approfondimento analitico per una causa che dovrà essere studiata da un Giudice di una Sezione Civile.

Tornando al concetto di settore, per contestualizzare l'introduzione, nel caso in cui sia opportuno sviluppare delle considerazioni

sulla situazione competitiva in una vertenza di natura civile, piuttosto che fare riferimento a un settore astrattamente costruito sulla base di criteri economici (pur corretti), potrà essere opportuno utilizzare una classificazione settoriale “ufficiale” e riconosciuta come quella ATECO<sup>8</sup>.

L'utilizzo di una classificazione ufficiale non potrà che agevolare il soggetto giudicante nella serena considerazione in merito alle argomentazioni svolte. Questo non toglie ovviamente che la suddivisione ATECO possa essere, se del caso, circoscritta per aumentarne la significatività (ad esempio solo le aziende di dimensione simile a quella coinvolta nella causa).

La logica sottostante all'esempio è quella di tentare di fornire a soggetti giudicanti che non hanno una specifica formazione economico-finanziaria, ma solo giuridica, un *background* generale (un ambito) il più semplice possibile da interpretare e supportato da categorie/opinioni “ufficiali”, ovvero sia accettati da un qualche tipo di ente od organizzazione riconosciuta dallo Stato o da qualche organismo sovranazionale.

In ogni caso è opportuno, nell'analisi, adeguarsi alla prassi invalsa negli ambienti giuridici di rafforzare qualsiasi argomentazione sviluppata con pareri rilasciati in merito da

---

<sup>8</sup> In Italia esiste una codificazione settoriale ufficiale (rilevante anche ai fini fiscali): la classificazione ATECO. La classificazione delle attività economiche ATECO (ATTività ECONomiche) è una tipologia di classificazione adottata dall'Istituto Nazionale di Statistica italiano (ISTAT) per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico. È la traduzione italiana della Nomenclatura delle Attività Economiche (NACE) creata dall'Eurostat, adattata dall'ISTAT alle caratteristiche specifiche del sistema eco-nomico italiano. Attualmente viene utilizzata la versione ATECO 2007, entrata in vigore dal 1° gennaio 2008, che sostituisce la precedente ATECO 2002. Si tratta di una classificazione alfa-numerica con successivi gradi di dettaglio. Le lettere indicano il macro-settore di attività economica (ad esempio “A” Agricoltura, “C” attività manifatturiere, ecc.), mentre i numeri (che vanno da due fino a sei cifre) rappresentano i comparti specifici in cui i macro-settori possono essere suddivisi.

soggetti terzi e pubblicati in precedenza su libri, riviste o atti di convegni.

In generale, un concetto che appare scontato e collegato al banale buon senso, ma che invece è spesso del tutto negletto è proprio quello della semplicità espositiva<sup>9</sup>. Non è una pura questione di linguaggio quanto di rendere concreti dei concetti che possono apparire astratti facendo continuamente riferimento a dei casi concreti che appartengono in qualche modo alla conoscenza comune. Pensiamo ad esempio ad una nozione che può apparire astratta come quello dell'avviamento<sup>10</sup> che può emergere (ad esempio) dall'acquisto dell'intero di una società. Potrà essere opportuno, per rendere maggiormente chiara la (tutto sommato semplice) natura dell'avviamento stesso, fare riferimento a una banale operazione di acquisto di azioni di una società quotata effettuabile da qualsiasi privato (compatibilmente con le nuove normative MIFID) su un mercato regolamentato. Se il valore di capitalizzazione di borsa della società di cui il privato ha comprato un piccolo pacchetto azionario è superiore al valore del Patrimonio Netto aziendale al momento in cui l'acquisto è stato effettuato, il privato ha implicitamente pagato un avviamento.

## LA QUANTIFICAZIONE DEL DANNO

Uno degli aspetti più peculiari dell'analisi finanziaria come strumento di supporto nelle

---

<sup>9</sup> Una quota troppo ampia della recente economia è “matematica”, un semplice intruglio, impreciso tanto quanto le supposizioni iniziali su cui si basa, che ha l'unico scopo di permettere all'autore di perdere di vista le complessità e le interdipendenze del mondo reale in un labirinto di simboli e di complessità pretenziose e inutili” (J.M. Keynes).

<sup>10</sup> L'avviamento è la maggiore capacità di produrre profitti di un'azienda già funzionante ed operante e con una posizione competitiva solida rispetto ad una di nuova costituzione. È rappresentato dal maggior valore che viene attribuito al capitale di un'azienda rispetto alla somma algebrica di tutte le singole attività e passività che compongono il patrimonio netto.

*litigation* è quello relativo all'aiuto che può fornire per una razionale quantificazione del danno.

Sebbene esista una sorta di "prassi giuridica" nella stima dei danni derivanti da un presunto inadempimento o atto illecito, è sorprendente come tale prassi fornisca di frequente risultati del tutto incompatibili con la concreta realtà economica. Accade, per fornire un esempio banale, di imbattersi in stime o calcoli che includono solamente elementi attivi, ovverosia solo i potenziali profitti collegati al presunto mancato rispetto di un contratto o di un qualche articolo di legge. In altre parole vengono completamente tralasciati i costi e/o gli investimenti necessari per realizzare i profitti cessanti <sup>11</sup>. E' pur vero che si tratta di problematiche il cui presupposto è di natura essenzialmente giuridica, ma la quantificazione del danno non può essere collegata, per sua stessa natura, ad aspetti esclusivamente normativo-giuridici come talvolta accade. Si tratta di questione prevalentemente economico-finanziaria. Talvolta persino nelle situazioni che appaiono più semplici vengono inclusi valori che costituiscono solo una parte degli elementi da considerare.

Pensiamo al caso di un lotto (di controllo o meno) di azioni di una società quotata.

In teoria è piuttosto semplice stimare il danno derivante da un comportamento illecito che ha causato il mancato acquisto da parte di un

---

<sup>11</sup> Il danno emergente consiste nella perdita economica che il patrimonio del soggetto leso ha subito per colpa della mancata, inesatta o ritardata prestazione di un altro soggetto. Il lucro cessante è, invece, il mancato guadagno che si sarebbe prodotto se l'inadempimento non fosse stato posto in essere. Entrambi i concetti rappresentano le due componenti cui si fa comunemente riferimento per fornire la definizione unitaria del danno, ossia la forma di danno ingiusto che colpisce direttamente la sfera economico-patrimoniale del danneggiato.

Il codice civile, peraltro, non richiama espressamente le due categorie, limitandosi a precisare all'art. 1223 che *"il risarcimento del danno per l'inadempimento o per il ritardo deve comprendere così la perdita subita dal creditore come il mancato guadagno, in quanto ne siano conseguenza immediata"*.

soggetto del pacchetto azionario. Facciamo l'ipotesi di trovarci a tre anni dagli eventi oggetto di analisi e ipotizziamo che il comportamento "fraudolento" di un soggetto (che chiameremo "A") abbia impedito ad un altro soggetto (che chiameremo "B") di acquisire il pacchetto azionario di cui sopra. I valori da considerare sono i seguenti:

- Valore di acquisto previsto del pacchetto da parte di B;
- Valore dei dividendi che sarebbero stati percepiti da B nel periodo considerato;
- Valore di borsa del pacchetto azionario dopo tre anni;
- Struttura prevista di finanziamento dell'acquisto del pacchetto azionario da parte di B;
- Costo degli eventuali finanziamenti previsti per l'acquisto nella struttura finanziaria di B.

Nella realtà molti di tali aspetti vengono semplicemente ignorati o non considerati nel pieno delle loro implicazioni, fino ad arrivare al limite estremo di considerare il danno come pari all'attuale valore di capitalizzazione del pacchetto azionario. Quasi come se fosse possibile acquisire il pacchetto stesso senza alcun esborso monetario da parte del soggetto leso.

In realtà, come appare subito evidente scorrendo l'elenco delle variabili da considerare, l'unico approccio razionale per determinare il danno derivante a B dal comportamento di A è quello di utilizzare uno strumento adatto alla valutazione razionale di un investimento.

Del resto l'acquisto di qualcosa da cui ci aspettiamo si generino dei profitti in periodi successivi all'acquisto stesso non è altro che un investimento.

Uno degli approcci più consueti e diffusi per la valutazione delle operazioni di investimento è quello del VAN (Valore Attuale Netto, in inglese NPV, Net Present Value). Il VAN è il valore attualizzato dei flussi futuri (stimati) derivanti dall'operazione di investimento stessa. Viene

calcolato come somma dei flussi di cassa scontati tenendo conto di un "opportuno" tasso. La semplice formula è  $VAN = \text{Flusso di cassa} / (1 + r)^n$  dove "r" è il tasso ed "n" il numero degli anni. La prima considerazione riguarda ovviamente il tasso di sconto. Da un punto di vista teorico andrebbe utilizzato un tasso che esprime il costo-opportunità. Ovviamente il rendimento di altre attività con caratteristiche e soprattutto profili di rischio comparabili. Se tale processo può essere relativamente semplice se si analizzano alcune asset class di titoli quotati (ad es. titoli di stato) meno banale è analizzare una operazione di acquisizione su una azienda specifica come quella sopra esemplificata. Per l'approfondimento sull'utilizzo dei tassi di sconto più appropriati per investimenti di diversa natura si rimanda a un normale testo di finanza <sup>12</sup>.

In questa sede, e ai fini della trattazione ci si limita ad evidenziare che il tasso deve includere (come nel nostro esempio) un premio al rischio e una componente (minima) teoricamente senza rischio.

L'esempio della Tabella 1 inoltre ci porta ad evidenziare come ci siano altri due aspetti che spesso non vengono considerati nella quantificazione corretta del danno o utilizzati in modo erraneo, ovviamente l'aspetto fiscale e quello (ancora una volta) temporale.

Per quanto riguarda l'aspetto fiscale, va evidenziato che, contrariamente a quanto riportato nell'esempio numerico (che ha una semplice valenza generale di calcolo del VAN) la fiscalità specifica dell'operazione non va inclusa nel calcolo della quantificazione del danno. La struttura fiscale dell'operazione va considerata solo per valutarne, se necessario, l'economicità intrinseca nel momento in cui è stata pianificata. L'eventuale risarcimento infatti avrà una propria fiscalità specifica (tipicamente, in caso il soggetto leso sia una società, quella delle sopravvenienze attive) e se nella quantificazione del danno si tenesse

conto della fiscalità dell'operazione si ricadrebbe in un classico caso di *double counting*.

Il secondo aspetto, ovviamente il tempo, è importante non solamente per ragioni puramente aritmetico-attuariali ma anche per un'altra variabile, ben più rilevante, che deve sempre essere considerata nelle analisi economico-finanziarie (e a maggior ragione in quelle usate nelle *litigation*), ovviamente l'incertezza del futuro, o meglio l'incertezza circa l'andamento del futuro stesso.

Quindi occorre sempre considerare il tempo sotto due dimensioni: una quella strettamente temporale ed un'altra quella legata all'incertezza. Ovviamente il diverso peso da associare alle due dimensioni è influenzato da parecchi fattori insieme (rischiosità del mercato-prodotto, rischio dell'investimento, ecc.). E' l'incertezza che determina il valore dei tassi e delle decisioni molto più che il semplice scorrere del tempo.

## L'ANALISI DINAMICA

L'analisi finanziaria dinamica riveste un ruolo sempre più importante in qualsiasi contesto economico e può svolgerne uno significativo anche nelle questioni legate alle vertenze legali.

L'analisi dinamica risponde (o prova a trovare risposte) ad una essenziale domanda: "cosa succede (o succederebbe) se...?".

In altre parole, si tenta di misurare gli effetti del mutamento dei valori di una variabile (o di un parametro) sulle altre variabili del sistema. Per fornire un esempio potenzialmente rilevante ai fini della trattazione: "Quanto si sarebbe modificato il costo complessivo di un finanziamento assistito da una copertura swap variabile/fisso nel caso in cui i tassi di interesse fossero effettivamente aumentati?" e (soprattutto) che impatto avrebbe avuto un aumento significativo dei tassi sull'equilibrio finanziario di un'azienda nel caso in cui la copertura non fosse stata effettuata?".

<sup>12</sup> Ad esempio: "Principi di Finanza Aziendale". Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. Ed. Mc Graw Hill.

La domanda può rivestire una importanza significativa per determinare se un'operazione finanziaria è di natura cautelativa (copertura del rischio) o speculativa.

L'analisi dinamica si effettua con modelli appositi che possono essere a volte abbastanza complessi e che (ancora una volta) considerano orizzonti pluriennali. L'impatto di una decisione finanziaria nella maggior parte dei casi infatti si dispiega su più esercizi.

Uno degli aspetti che vengono di frequente tralasciati nei modelli si analisi dinamica (in generale e anche nei casi dei modelli utilizzati per il litigation support) è la collocazione temporale infrannuale degli eventi. In generale i modelli considerano l'impatto di qualsiasi evento su base annuale, attribuendone implicitamente una collocazione temporale a metà esercizio. Una banale media aritmetica insomma. Nella realtà, quando si tratta di variabili finanziarie, soprattutto con grandezze che hanno un impatto significativo sulla struttura aziendale, la differenza fra realizzare un'operazione il primo gennaio o il 31 dicembre può chiaramente essere determinante. Per tale motivo è opportuno attribuire una ponderazione corretta a ogni elemento economico-finanziario in base al momento in cui esso si manifesta durante l'esercizio. In alcuni casi è anzi necessario predisporre un modello di analisi su base trimestrale o addirittura mensile, in particolare per i settori con un'elevata stagionalità. Un acquisto o un investimento per un'azienda che produce sci o gestisce impianti di risalita se realizzato a Gennaio invece che nel mese di Agosto produce impatti del tutto diversi sulla situazione finanziaria. Un altro aspetto rilevante per l'analisi dinamica riguarda la struttura stessa del modello. Ove possibile il modello deve essere costruito per quantità fisiche non per grandezze economiche.

In altre parole, per fornire l'esempio più banale, il fatturato deve essere calcolato per numero di unità di prodotto moltiplicato per i rispettivi prezzi. Agire direttamente sui valori delle grandezze ed effettuare delle simulazioni

su base percentuale (ad esempio +/- 10%) può condurre a risultati fuorvianti o poco significativi. L'analisi dinamica può essere utilizzata in quasi tutte le fattispecie di *litigation*, sia di natura fiscale che civilistica ma è quasi imprescindibile nei casi in cui debba essere misurato l'impatto del danno emergente per un'azienda (vedi nota 10). E' infatti difficile poter stimare l'effetto autentico di un danno patrimoniale su un'azienda derivante da un comportamento inadempiente o fraudolento isolando una singola variabile su un singolo esercizio. Le variabili in una struttura complessa come quella di un'azienda sono sempre interrelate e pertanto la quantificazione di un danno emergente patrimoniale non può che essere misurata quantificandone le conseguenze su tutte le variabili gestionali e su più esercizi.

## **LE CAUSE DI PRIVATI O AZIENDE NEI CONFRONTI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO**

La maggior parte delle vertenze legali verificatesi in Italia negli ultimi anni riguarda (ovviamente verrebbe da dire) quelle nei confronti di finanziarie, banche o intermediari finanziari in genere .

Le cause e i ricorsi sono in effetti esplosi nei periodi più recenti <sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Considerando solo i ricorsi arbitrari nei confronti dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), creato nel 2009 con il compito di risolvere, in sede stragiudiziale, le controversie tra clienti e banche o altri intermediari finanziari, nel solo anno 2016 sono stati presentati 21.652 ricorsi, il 59% in più rispetto al 2015, la maggior parte dei ricorsi, il 41% del totale, sono stati presentati al Sud contro il 33% del Nord e il 26% del Centro. Nel 50% dei casi il ricorrente si è visto dare ragione dall'ABF, nel 25% il ricorso è cessato, per esempio per rinuncia del ricorrente, mentre nel rimanente 25% la richiesta non è stata accolta. Nel complesso sono stati riconosciuti ai clienti degli intermediari finanziari 13 milioni di euro. La sentenza dell'ABF non è vincolante a livello giuridico, ed è sempre possibile ricorrere alla giustizia ordinaria, ma l'opinione dell'ABF di fatto scoraggia ulteriori passaggi per entrambe le parti.

La maggior parte delle cause non implica, a dire il vero, livelli di analisi sofisticati. Si tratta, ad esempio di quelle riguardanti, per citare alcuni casi noti, l'anatocismo bancario<sup>14</sup> oppure le spese sostenute per i finanziamenti ottenuti a fronte della cessione del quinto dello stipendio, che rappresenta (almeno per quanto a conoscenza dell'autore) il caso più diffuso, oppure il superamento del tasso soglia di usura.

A dir le verità con un po' di applicazione, è possibile sviluppare tali calcoli in via del tutto autonoma per una buona parte dei privati o delle aziende utilizzando dei semplici fogli di calcolo.

Ben diversa è la situazione per quel che riguarda i cosiddetti "derivati".

Come si evince dal loro stesso etimo, i derivati non sono titoli muniti di un proprio valore autonomo ma "derivano" il proprio valore da altri valori finanziari o anche da beni reali alla cui variazione di prezzo sono agganciati<sup>15</sup>.

In linea teorica, i derivati possono assolvere tanto ad una funzione protettiva (ossia di copertura) da uno specifico rischio di mercato quanto ad una finalità meramente speculativa. Nel concreto, non può negarsi che sui mercati finanziari globali i derivati si siano affermati soprattutto quale mezzo di speculazione.

La problematica principale dell'analisi dei derivati (che sia collegata alla stima di un fair value<sup>16</sup> o ad altre esigenze) è che si tratta di strumenti che, su concetti relativamente semplici come quelli di put<sup>17</sup> e/o di call,

---

<sup>14</sup> La pratica che comporta che gli interessi già scaduti (cioè maturati) e non pagati diventino bene capitale e come tali siano suscettibili di produrre interesse a loro volta.

<sup>15</sup> Il valore finanziario o il bene la cui quotazione influenza direttamente il valore del derivato assume il nome di sottostante (*underlying asset*).

<sup>16</sup> Il Fair Value può essere definito come il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti. In buona sostanza è una stima del potenziale valore di mercato di un bene, servizio o attività.

<sup>17</sup> Un'opzione call è uno strumento che garantisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare

innestano quasi sempre altre variabili logico-finanziarie (stop-loss, floor, cap, swap automatici, triggers, ecc.) che rendono lo strumento estremamente opaco e complesso.

A volte persino chi li costruisce non si rende conto pienamente delle conseguenze effettive sulle parti coinvolte in ogni possibile fattispecie.

Anche l'utilizzo, per il puro calcolo del *fair value*, di sistemi consolidati come il modello di Black & Scholes<sup>18</sup> ad esempio, non fornisce risultati realmente affidabili<sup>19</sup>.

Questo perché, alla semplice struttura di *put* e di *call*, vengono agganciate altre caratteristiche (come quelle ricordate sopra di stop-loss, floor, ecc.) che rendono il modello di Black & Scholes, così come altri modelli, non realmente adeguati alla valutazione del derivato oggetto di analisi.

La conseguenza, da un punto di vista legale, della complessità ed opacità di tali strumenti è che, pur presupponendo la assoluta buona fede dei collocatori, si verificano, nella realtà, frequentissimi casi di *misselling*, ovverosia di vendita di prodotti attraverso la descrizione di caratteristiche che non corrispondono alla realtà o comunque non adatti alle caratteristiche del compratore.

---

un titolo a scadenza, o entro la scadenza, a un dato prezzo. Un'opzione put è uno strumento che garantisce al possessore il diritto di vendere a scadenza (o entro la scadenza) il sottostante ad un prezzo prefissato.

<sup>18</sup> Nel modello di Black & Scholes l'ipotesi è quella relativa alla possibilità di creare un portafoglio equivalente all'opzione, costituito in parte da unità del sottostante e in parte da obbligazioni prive di rischio. L'ipotesi prevede che i rendimenti siano distribuiti tra infiniti stati della natura secondo una legge statistica normale. Il modello di Black e Scholes permette di definire e valutare una opzione a partire dalla conoscenza di sei variabili fondamentali che sono:

- Valore dell'attività sottostante
- Prezzo di esercizio dell'opzione
- Scadenza dell'opzione
- Tasso d'interesse privo di rischio corrispondente alla vita dell'opzione
- Volatilità del sottostante

<sup>19</sup> Pur tralasciando alcuni limiti intrinseci legati al fatto che il modello presuppone che la curva dei rendimenti sia una gaussiana, cosa che non è nella realtà.

Nella maggior parte dei casi infatti il venditore stesso non aveva compreso appieno le struttura logico-finanziaria del contratto derivato che stava collocando.

L'unico possibile approccio per l'analista è quello di approcciare direttamente il contratto originario nella sua interezza, ricostruire un modello ad hoc (purtroppo) effettuando delle simulazioni "What-if", e alla fine confrontare i risultati con i documenti sintetici o altra documentazione utilizzata per la vendita (scambio di corrispondenza ad esempio). L'utilizzo di modelli standard infatti, per le ragioni ricordate sopra, non è efficace ed anzi spesso porta a conclusioni errate.

## CONCLUSIONI

La materia oggetto della trattazione è molto ampia e differenziata sia a causa della diversa natura (fiscale, civilistica, regolamentare, ecc.) che della diversa natura delle variabili economiche da analizzare (investimenti, finanziamenti, condizioni commerciali, ecc.). Non è pertanto possibile esaurire la casistica in un semplice articolo. Sarebbe necessario (e forse non sufficiente) la pubblicazione di un manuale ad hoc. Quello che si è tentato di fare è di fornire, per ognuna delle categorie descritte, degli spunti e delle riflessioni generali sui criteri di approccio alla materia.

Il *forensic accounting* in senso esteso (e che include quindi anche l'analisi finanziaria) è un mercato in crescita esplosiva. Nei soli Stati Uniti il valore del mercato dei *forensic accounting services* è cresciuto da circa 2,4 Miliardi di Dollari nel 2012 a più di 4 Miliardi nel 2018, con un'ulteriore crescita del 5,3% prevista per il 2019<sup>20</sup>.

La crescita è banalmente collegata alla proliferazione quasi parossistica delle normative regolamentari della legislazione sugli intermediari finanziari seguente alla crisi del 2008-2009 ed al ruolo sempre più attivo

svolto in Europa dagli organismi comunitari sul controllo degli intermediari finanziari stessi.

I sistemi di accounting delle aziende, ed in particolare degli intermediari finanziari, sono ormai in massima parte composti da valori derivanti da stime o congetture basati su dati statistici, ipotesi spesso poco attinenti con la realtà empirica, ecc. Con effettive conseguenze sulla veridicità e correttezza delle rappresentazioni contabili anche diametralmente opposte a quelle che il legislatore si prefiggeva.

Trasfondere infatti la complessità del mondo attuale in rispondenti e "veritieri" rappresentazioni contabili è obiettivo quantomeno ambizioso. Il prossimo *step* in tal senso potrebbe essere rappresentato dalla progressiva applicazione del nuovo "Codice della Crisi d'impresa e insolvenza", pubblicato in Gazzetta Ufficiale nel mese di Gennaio del 2019. L'effetto, considerata la struttura del tessuto economico italiano composto da un vastissimo numero di aziende con un fatturato inferiore ai 5 milioni di Euro e con un'organizzazione familiare o semi-familiare, potrebbe essere quelli di generare una nuova ondata di vertenze legali (revocatorie, accertamenti fiscali, violazione di accordi commerciali, ecc.) fino a sfociare in anche in conseguenze penali. Tutto quanto sopra ricordato anche al fine di fornire due semplici suggerimenti operativi derivanti dall'esperienza concreta sui temi di *litigation*.

Il primo riguarda gli accordi fra soggetti privati (i contratti). Anche se l'articolo non può avere certo pretese di natura giuridica (se non altro per mancanza di formazione specifica dell'autore), quello che è opportuno rimarcare è che spesso l'aspetto più lacunoso nella struttura contrattuale (che ingenera poi le vertenze) sono le premesse stesse. Le premesse (incluse nell'accordo e parte integrante di esso) devono essere utilizzate per chiarire le caratteristiche e gli obiettivi che le parti si prefiggono dalla sottoscrizione del contratto, non semplicemente a identificare le parti coinvolte. Le descrizioni accurate dei

---

<sup>20</sup> Stime IBISworld report.

soggetti firmatari e degli obiettivi specifici servono a chiarire e circostanziare le motivazioni fondamentali che le parti si prefissano e che stanno alla base dell'accordo stesso. Un inquadramento molto chiaro delle specifiche peculiarità e finalità dei soggetti, in molti casi agevola enormemente l'interpretazione del contratto stesso nel caso in cui si giunga a una possibile vertenza. Il tutto ovviamente soprattutto a beneficio delle parti in buona fede.

Il secondo suggerimento riguarda le potenziali violazioni di termini legislativi. Anche in questo caso è opportuno prevenire prima che curare. In altre parole, prima di implementare scelte operative complesse, è opportuno svolgere un'analisi preliminare non solo di natura normativa (*compliance*) ma anche economico-finanziaria sugli effetti che tali scelte possono avere sulla struttura finanziaria e patrimoniale delle organizzazioni coinvolte.

In taluni casi infatti scelte che appaiono teoricamente in linea con le normative applicabili hanno conseguenze finanziarie che fanno sì che risultino applicabili normative di diversa natura (ad esempio fiscali) rispetto a quelle originariamente considerate rilevanti.

Tabella 1. Esempio di calcolo del VAN

	T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	T <sub>3</sub>	T <sub>4</sub>	T <sub>5</sub>
Ricavi		38.000	40.000	30.000	4.500	2.500
Costi Operativi		-25.000	-20.000	-30.000	-1.500	-500
Imposte		-3.900	-6.000	0	-900	-600
Investimenti	-20.000					
Flusso di cassa	-20.000	9.100	14.000	0	2.100	1.400
Tasso	12,0%					
Flussi scontati =	-20.000	9.100	14.000	0	2.100	1.400
	1	$(1+0,12)^1$	$(1+0,12)^2$	$(1+0,12)^3$	$(1+0,12)^4$	$(1+0,12)^5$
<b>VAN</b>	<b>1.414</b>					