

Private equity e partecipazioni

Quali opzioni contabili tra bilancio consolidato e bilancio separato nei principi contabili internazionali

Massimo Paolo Gentili
Gianmarco Maffioli
Dottori commercialisti – Garlati
Gentili & Partners

Nonostante la profonda e continua crisi finanziaria abbia ridotto significativamente la liquidità disponibile sui mercati e, di conseguenza, le capacità di investimento, le iniziative di *private equity*, pur con affanno, continuano a mantenere una certa vivacità nel contesto italiano e internazionale. La realizzazione di queste operazioni avviene secondo modalità diverse e con l'adozione di diverse strutture. Ciò detto, si osserva però che le strutture al momento più adottate risultano essere quelle dell'*investment company* e del fondo chiuso mobiliare.

Con la costituzione di un'*investment company*¹ viene proposta agli investitori la partecipazione diretta al capitale di rischio di una struttura societaria tradizionale: le operazioni di *private equity* vengono realizzate attraverso un veicolo societario appositamente costituito che può essere offerto, mediante quotazione sul mercato regolamentato, a quegli investitori che, pur associandosi a un rischio tutto sommato elevato, intravedono un potenziale buon rendimento. La costituzione di fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso² realizza il medesimo obiettivo, permettendo potenzialmente una diversa compartecipazione al rischio sul capitale da parte

degli investitori, attraverso la definizione di diverse modalità di partecipazione al patrimonio del fondo. Il mercato italiano e, in particolare, Borsa Italiana S.p.A., ha implicitamente riconosciuto la sempre maggiore rilevanza di entrambe le tipologie di operazioni sopra indicate ammettendo la quotazione dei relativi strumenti finanziari al Mercato Telematico dei Fondi (MTF)³ che, a dispetto del nome, non accoglie unicamente fondi comuni di investimento, ma anche le *investment companies*. In questa sede si prenderanno in considerazione alcuni temi di natura contabile relativi alle *investment companies*, quale forma di realizzazione dei progetti

¹Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.: «Il termine "*investment companies*" indica quelle società il cui oggetto sociale prevede l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza, quotate o non quotate ovvero in strumenti finanziari nonché le attività strumentali che hanno le caratteristiche stabilite dal Regolamento».

²Il fondo comune di investimento mobiliare di tipo chiuso è un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, ciascuno dei quali detiene un numero di quote proporzionale all'importo versato, la cui gestione in monte è affidata a una società di gestione del risparmio (SGR) e la cui durata è predefinita. Il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predefinite.

³Come indicato da Borsa Italiana stessa, «MTF è un segmento del MTA dedicato alla negoziazione dei fondi mobiliari o immobiliari chiusi quotati e delle *investment companies*».

Il Mercato telematico dei fondi è suddiviso in tre segmenti ben delineati:

- MTF classe 1, dedicato alla quotazione e scambio di ETF, OICR indicizzati e SICAV indicizzate;
- MTF classe 2, specifico per fondi chiusi mobiliari e fondi chiusi immobiliari;
- MTF classe 3, nato il 1/3/2006 e riservato alle *investment companies*, ovvero società per azioni il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento in partecipazioni di società quotate e non.



di *private equity*, rinviando ad altra sede le similari problematiche concernenti i fondi di *private equity*.⁴

Il contesto di riferimento contabile è quello dei principi contabili internazionali IAS/IFRS assumendosi, come anticipato, che si faccia riferimento a entità che, per potere accedere al mercato dei capitali, decidano di intraprendere la strada della quotazione sul mercato. Peraltro si osserva che, anche nei casi in cui l'*investment company* non acceda direttamente al mercato, è molto probabile che questa ricada comunque in una delle fattispecie tenute a utilizzare i principi contabili internazionali per la redazione del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato o comunque ne abbia la facoltà.⁵

Sul dualismo tra bilancio d'esercizio e bilancio consolidato prendono spunto le prime riflessioni sulla rappresentazione dell'attività di *private equity* realizzata tramite un'*investment company*. I dettami dei principi IAS/IFRS sono studiati principalmente sulla base del bilancio consolidato, ossia sulla rappresentazione unitaria della situazione patrimoniale, economica e finanziaria di un'impresa e delle sue controllate.⁶ Ne consegue che, senza eccezioni, laddove si costituisce un rapporto di controllo tra due imprese, il bilancio consolidato deve essere predisposto⁷ nel presupposto che con il controllo si costituiscono le condizioni per cui si sia in presenza di un gruppo ovvero di un insieme coordinato di imprese che operano sotto una direzione comune.

Nell'ambito delle operazioni di *private equity*, spesso, pur in presenza di una formale e sostanziale

forma di controllo, non è detto che si realizzi un gruppo sulla base della definizione prima indicata. In molti casi infatti l'acquisizione del controllo non coincide con una volontà di gestione complessiva del *business*, ma con la necessità di valorizzare al meglio l'investimento. Il bilancio consolidato potrebbe essere la sintesi di una serie di attività e passività, di costi e ricavi e di una posizione finanziaria netta poco rappresentativa, una sorta di "torre di Babele" originata dall'unione di elementi solo apparentemente similari. A titolo esemplificativo, si pensi all'*investment company* che contemporaneamente acquisisca il controllo di un'entità operante in un settore industriale maturo e di una operante nel settore dei servizi innovativi; entrambi gli investimenti potrebbero rientrare nell'ambito di una specifica strategia (per esempio, società con elevato indebitamento o con problemi di sostituzione del *management*), senza che vi siano quelle analogie e/o sinergie tipicamente riscontrabili nel *modus operandi* dei gruppi. Il bilancio separato,⁸ dall'altro lato, pur raffigurando gli investimenti in voci singole, potrebbe comunque non essere in grado di rappresentare il reale valore dell'entità o i suoi effettivi risultati, se non facendo ampio ricorso al *fair value* per la misurazione degli investimenti; ciò facendo, al contempo, si esporrebbe a una maggiore volatilità dei risultati e dovrebbe porre in essere i necessari accorgimenti affinché i valori espressi risultino affidabili. Peraltro tale ultimo aspetto, nelle recenti settimane, è alla base di un profondo dibattito tra i sostenitori (puristi) del *fair value* e coloro che mirano ad altre soluzioni; si parla con sempre maggiore insistenza di *fundamental value*, ovvero di un valore meno soggetto agli "umori" del mercato.

⁴I temi legati al fondo chiuso sono stati trattati nel nostro precedente lavoro e comunque fanno riferimento a norme regolamentari (contesto italiano) piuttosto che a indicazioni di organismi internazionali, i quali però non hanno alcuna valenza regolamentare, ma propongono modelli di riferimento ai fini dell'omogeneità dell'informativa a livello internazionale. Per approfondimenti M.P. Gentili - G. Maffioli, "La valutazione delle partecipazioni nei fondi di *private equity*", in *CFC* n. 12/2007, pag. 1034.

⁵La norma di riferimento, D.Lgs. 38 del 28 febbraio 2005, definisce analiticamente l'elenco dei soggetti che possono/devono redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali (art. 3 per i bilanci consolidati e art. 4 per i bilanci d'esercizio), anche se, alla data odierna, la norma risulta ancora incompleta del decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze e del Ministro della Giustizia previsto dall'art. 4, comma 6, del menzionato decreto.

⁶Il bilancio consolidato è quello a cui viene fatto riferimento in tutto il corpo dei principi ed è quello che guida le principali scelte.

⁷IAS 27, Bilancio consolidato e separato, par. 9: «Una controllante, diversa dal tipo di controllante descritto al par. 10, deve presentare il bilancio consolidato in cui consolida le proprie partecipazioni in controllate in conformità al presente principio».

⁸Il bilancio d'esercizio è definito dai principi contabili internazionali bilancio individuale nel caso non esistano i presupposti per il bilancio consolidato, ovvero, nella sostanza, non vi siano partecipazioni di controllo e la società non sia controllata da altra società che predisponga il bilancio consolidato. Nel presente lavoro, per definizione, si esclude questa fattispecie e pertanto si farà riferimento al bilancio separato ovvero a quel bilancio predisposto dall'entità che redige il bilancio consolidato o viene consolidata in altra società.

Infine, riguardo al citato dualismo, devono essere considerate anche le tipicità del contesto italiano. A differenza di quanto accade in altri Paesi, in Italia è obbligatoria la pubblicazione di entrambi i documenti; a ciò si aggiunga che il solo bilancio d'esercizio è soggetto ad approvazione da parte dei soci/investitori⁹ ed espone l'utile d'esercizio sulla base del quale vengono, a loro volta, determinati i dividendi. Tutto ciò premesso, assume particolare rilevanza, quindi, definire fin dalle fasi di avvio quali scelte contabili si vogliono seguire al fine di rappresentare al meglio la situazione patrimoniale, economica e finanziaria sia dell'impresa *investment company* sia del "gruppo", onde evitare, in fasi successive, bruschi cambiamenti di cui poi dovere rendere conto agli *stakeholder*.

Il bilancio consolidato

Il bilancio consolidato è predisposto dalla capogruppo, ossia dall'entità che esercita sulle altre società del gruppo il proprio controllo ovvero ne determina le strategie e ne regola il funzionamento. I principi contabili internazionali di riferimento sono lo IAS 27, che definisce le regole per la redazione del bilancio consolidato, e l'IFRS 3,¹⁰ che, sancendo le regole per la gestione dell'acquisizione del controllo, definisce gli elementi di base per il processo di consolidamento.

Gli aspetti principali definiti dagli standards in oggetto sono i seguenti:

- tutte le partecipazioni devono essere consolidate integralmente ovvero ogni voce di attivo, passivo e conto economico deve essere inclusa integralmente nel bilancio consolidato della controllante al netto dei rapporti reciproci in essere o intervenuti nel corso del periodo di *reporting* (di solito l'anno solare);¹¹
- il patrimonio netto della controllata, alla data del

primo consolidamento, viene eliminato a fronte del costo della partecipazione e la parte non di competenza del gruppo viene indicata quale "patrimonio di terzi", le cosiddette "*minorities*";¹²

- il costo della partecipazione viene determinato sulla base di quanto previsto dall'IFRS 3 ed equivale al *fair value* delle *consideration given*, ovvero l'ammontare del pagamento se la partecipazione è stata acquistata per cassa e il *fair value* degli attivi consegnati se si tratta di un pagamento non per cassa (scambio "carta contro carta"); anche il patrimonio netto che viene eliminato alla data di acquisizione è determinato sulla base di quanto definito dall'IFRS 3; nella sostanza questo risulta pari al *fair value* di attivo e passivo acquisiti, inclusi gli *intangibles*, altrimenti non iscrivibili, quali marchi e *client relationship* e, se ne sussistono le condizioni, anche costi per ricerca e sviluppo;¹³
- il *goodwill* che rimane iscritto nel bilancio consolidato è una voce residuale, determinata dalla differenza tra il costo della partecipazione e il "patrimonio netto al *fair value*" sopra indicato. Questo non può mutare se non per *impairment*, ovvero potrà ridursi, ma non potrà mai aumentare.

Le regole generali previste da questi principi e sommariamente sopra indicate devono essere applicate a prescindere dalla natura del *business* della controllante e delle controllate: i bilanci consolidati delle banche, per esempio, possono comprendere le riserve tecniche derivanti dall'attività assicurativa, pratica che, sino a prima dell'avvento degli IAS/IFRS, non era applicabile.

Nell'ambito delle società che detengono partecipazioni di controllo con finalità di ricavare un profitto dalla loro riorganizzazione/ristrutturazione e dalla loro successiva cessione, le informazioni esposte nel bilancio consolidato danno una rappresentazione "storicizzata": taluni valori sono

⁹Ai sensi dell'art. 2364 cod. civ., l'assemblea dei soci deve essere convocata almeno una volta all'anno per l'approvazione del bilancio. Sulla base di tale bilancio viene oltretutto definita la distribuzione del risultato alle riserve e ai dividendi (art. 2433 cod. civ.).

¹⁰IFRS 3 "Aggregazioni aziendali".

¹¹IAS 27, paragrafi 22 e successivi.

¹²IAS 27, paragrafi 33 e successivi.

¹³Si fa riferimento ai dettami dello IAS 38 "Immobilizzazioni immateriali" e, nello specifico, ai paragrafi 34, 35, 42 e 43.

cristallizzati a una determinata data¹⁴ e non subiscono alcuna evoluzione.¹⁵

Infatti, a eccezione della facoltà concessa dall'IFRS 3 di aggiornare i *fair value* acquisiti fino a un anno dalla data di acquisizione, che rimane comunque la data di riferimento, i valori espressi dal consolidato saranno congelati e seguiranno la strada delle equivalenti voci della controllante; nell'ambito dell'attività di *private equity*, ciò comporta una rappresentazione storica degli eventi che, in taluni casi, potrebbe non dare risalto alle attività sino a quel punto effettuate e, in alcuni contesti, rendere difficilmente leggibile il bilancio stesso. A titolo esemplificativo, si consideri la creazione di alcuni *intangibles* risultanti dall'attività di *private equity*, quale un nuovo marchio o il rilancio di un marchio che con il tempo si era impoverito, che non possono "emergere" in alcun modo dal semplice processo di consolidamento.

A parziale compensazione del problema potrebbe esservi l'adozione di criteri di contabilizzazione delle singole voci legati il più possibile al *fair value*; indicativamente si fa riferimento alla contabilizzazione al *fair value* del magazzino, piuttosto che degli investimenti immobiliari. Premesso che una soluzione di tale genere risulterebbe comunque parziale,¹⁶ questa potrebbe esporre il gruppo a un'elevata volatilità di risultati non legati al suo effettivo valore, ma unicamente all'andamento di alcuni parametri non necessariamente significativi.

Per le partecipazioni a controllo congiunto, *joint venture*, nonché partecipazioni rilevanti, regolate rispettivamente dallo IAS 31¹⁷ e dallo IAS 28,¹⁸ i relativi principi di riferimento potrebbero permettere una

rappresentazione più aderente ai valori correnti, in quanto, prevedendo la possibilità di definire talune operazioni con la qualifica di "*venture capital*", ne consentirebbero la valutazione al *fair value*. Anche in questo caso gli effetti andrebbero attentamente valutati in fase di impostazione contabile, soprattutto se si decidesse di non identificare tutti i diversi investimenti come investimenti effettuati con finalità di *venture capital*; particolarmente critico potrebbe risultare il passaggio da una categoria a un'altra.

Tutti gli altri investimenti in partecipazioni che non siano qualificabili di controllo, *joint venture* o partecipazioni rilevanti ricadrebbero nel normale trattamento dello IAS 39¹⁹ e dunque il *fair value* sarebbe il criterio di riferimento.

Il bilancio separato

Quanto illustrato con riferimento al bilancio consolidato, ovvero confusione di attività diverse e storicizzazione dei valori a determinate date, aiuta a comprendere le ragioni che sottendono alle affermazioni di alcuni operatori del *private equity*; i quali sostengono che il loro vero bilancio è il bilancio separato e non il bilancio consolidato.

I principi contabili internazionali di riferimento sono i medesimi già commentati con riferimento al bilancio consolidato,²⁰ applicati però al valore che esprime sinteticamente l'investimento ovvero alla partecipazione; il diverso contesto di riferimento permette un maggiore ricorso al *fair value*, oltre che per le partecipazioni a controllo congiunto o rilevanti, anche per le partecipazioni di controllo, rinviando ai dettami dello IAS 39.²¹

¹⁴La data di primo consolidamento, ovvero la data in cui vengono determinati i *fair value* acquisiti.

¹⁵Si precisa che l'effetto in oggetto non risulta esclusivamente dall'applicazione dei principi contabili internazionali, ma sarebbe emerso anche dall'adozione dei principi contabili italiani, anche se, in alcuni casi, potendo avvalersi della facoltà di non consolidare le attività dissimili, la rappresentazione dell'investimento sulla base del patrimonio netto avrebbe permesso un'analisi su fattori più sintetici a livello di bilancio consolidato.

¹⁶Si pensi ai *goodwill* autogenerati che comunque non emergerebbero, piuttosto che agli altri *intangibles* riferibili all'entità.

¹⁷IAS 31 "Partecipazioni in *joint venture*".

¹⁸IAS 28, "Partecipazioni in società collegate".

¹⁹IAS 39, "Strumenti finanziari".

²⁰La definizione di bilancio separato e le regole di riferimento per la sua compilazione sono contenute nello stesso IAS 27; IAS 28 e IAS 31 risultano applicabili in quanto riferibili a partecipazioni in società collegate o a controllo congiunto rispettivamente.

²¹IAS 27, par. 37: «Quando viene redatto il bilancio separato, le partecipazioni in controllate, in entità a controllo congiunto e in collegate non classificate come possedute per la vendita (o incluse in un gruppo in dismissione classificato come posseduto per la vendita), in conformità all'IFRS 5, devono essere contabilizzate (a) al costo, o (b) in conformità allo IAS 39. Lo stesso criterio va applicato per ciascuna categoria di partecipazioni...».

Nel caso di un'investment company per la quale l'incremento di *fair value* dei propri investimenti partecipativi costituisce il fulcro della propria attività, l'applicazione estensiva dello IAS 39 consente una rappresentazione più significativa di altre modalità di misurazione dell'effettiva *performance* dell'entità. A ciò si aggiunge che una siffatta rappresentazione renderebbe il bilancio separato di un'investment company conforme a quanto previsto dalla prassi internazionale con riferimento ai fondi di investimento di tipo chiuso.²²

Alternativa a questa impostazione, con riferimento al solo bilancio separato, sarebbe la contabilizzazione delle partecipazioni di controllo al costo: questo tipo di approccio, che sicuramente risulterebbe meno complesso in termini di determinazione dei valori di bilancio, dall'altro canto comporta un livellamento dei risultati dell'investment company sino alla data di cessione dell'investimento.²³

La scelta del fair value, come evidenziato, permette di offrire un'immediata rappresentazione dell'effettivo valore dell'investment company, ma, al contempo, richiede una continua verifica dei valori espressi e assoggetta l'impresa a una potenziale alta aleatorietà dei risultati legati, in situazioni di mercato quale quella attuale, all'elevata volatilità dei parametri di riferimento. Il *management*, gli organi di *governance*, nonché gli azionisti devono quindi essere consapevoli e disponibili a gestire questa incertezza, tenendo altresì conto che, in ogni caso, l'iscrizione di potenziali utili derivanti dalla valutazione al *fair value* non impatterebbe sul *pay out* della società ovvero il risultato non sarebbe distribuibile.²⁴

Infine una valutazione al *fair value* impatta, oltre che sui risultati, anche sulla struttura dei processi aziendali. Nel caso in cui si persegua l'obiettivo di un'applicazione estensiva del *fair value*, vi sarà un

ampio coinvolgimento delle diverse strutture operative (tipicamente gli amministratori operativi e i gestori degli investimenti) e una forte attenzione da parte dei soggetti deputati al controllo (quali collegio sindacale, comitato di controllo interno, organismo di vigilanza e revisori esterni).

Lo IAS 39, nella sua odierna formulazione,²⁵ espone una scala gerarchica di riferimento per la determinazione del *fair value*, ossia:

- riferimento a mercati attivi;
- utilizzo di adeguate tecniche valutative.

Tenuto conto della tipologia di investimenti in oggetto, la possibilità di riferirsi a un mercato attivo è abbastanza remota; questo in teoria è possibile se «i prezzi quotati sono prontamente e regolarmente disponibili in un listino, o attraverso un operatore (*dealer*), intermediario (*broker*), settore industriale, agenzia di determinazione del prezzo, autorità di regolamentazione e tali prezzi rappresentano operazioni di mercato effettive che avvengono regolarmente in normali contrattazioni».²⁶ Considerata la natura tipica degli investimenti di *private equity*; è difficile che si possa fare riferimento a un mercato, se non nelle fasi conclusive dell'operazione, spesso quando la partecipazione è già detenuta, al solo scopo della successiva cessione.

In assenza di un mercato attivo in cui è negoziata la partecipazione, il *fair value* può essere determinato utilizzando una tecnica di valutazione, la cui finalità sia di stabilire il prezzo che avrebbe avuto l'operazione alla data di valutazione in un «libero scambio motivato da normali fattori di mercato»: ciò in quanto il *fair value* è definito dallo IAS 39 come corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili. In altri termini, l'applica-

²²Le modalità di rappresentazione della prassi internazionali sono quelle previste da *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline*. La normativa nazionale invece propende per una valutazione degli investimenti non quotati dei fondi chiusi sulla base del costo (provvedimento di Banca d'Italia 14 aprile 2005).

²³La necessità di adeguamento al *fair value* risulterebbe necessaria se si verificassero problemi di *impairment* così come definiti dallo IAS 36.

²⁴D.Lgs. 38 del 28 febbraio 2005, art. 6.

²⁵In merito, «*Measuring and disclosing fair value in markets no longer active*» (IASB October 2008), documento preparato nell'ambito dell'attuale crisi dei mercati.

²⁶Definizione dello IAS 39, AG 71.

zione di una tecnica di valutazione deve permettere di determinare una stima del *fair value* che rifletta ragionevolmente il prezzo dello strumento che un ipotetico mercato stabilirebbe.

Si tratta sicuramente della fattispecie più frequente nel caso di attività di *private equity*, con l'accortezza che, per ogni specifico investimento, deve essere identificata quale sia la tecnica di valutazione più adeguata e quali siano i fattori ragionevolmente rappresentativi delle aspettative di mercato e degli elementi di rischio-rendimento inerenti allo strumento oggetto di valutazione.

In questa sede non si vuole entrare nel merito delle diverse metodologie di valutazione relativamente alle partecipazioni, siano queste di controllo, a controllo congiunto o rilevanti, rinviando ai numerosi trattati che si dedicano specificatamente alla materia. Un aspetto sul quale si vuole porre l'accento è invece quello relativo alla verifica di tali valutazioni, soprattutto perché si assume che queste non facciano in alcun modo riferimento a un mercato attivo. Nel momento in cui le valutazioni diventano parte essenziale del bilancio, queste non sono più solo strumento interno di gestione, ma diventano strumento di comunicazione ai terzi e sono rivolte alla molteplicità degli *stakeholder* dell'*investment company*. Stante quindi la rilevanza che queste possono assumere, una molteplicità di soggetti coinvolti, oltre che nella predisposizione del bilancio dell'impresa, anche nella sua *governance*, ha interesse che questi dati, oltre a derivare da un processo strutturato e definito, siano assoggettati a qualche forma di verifica.

Le verifiche possono essere condotte sia internamente sia da parte di soggetti esterni, "periti". Entrambe le soluzioni possono presentare diverse problematiche di applicabilità. Le prime, quali, per esempio, quelle realizzate da parte della funzione di *risk management*, potrebbero essere condotte comunque in situazioni di potenziale conflitto di interesse; le seconde, se troppo asettiche, potrebbero risultare espressione solo parziale delle potenzialità dell'investimento. Tutto ciò premesso, tenuto conto che non esistono soluzioni universalmente applicabili, l'*investment company* che decidesse di propen-

dere per valutazioni al *fair value* è tenuta a prevedere processi di verifica idonei alla propria struttura e alla tipologia degli investimenti effettuati.

Conclusioni

La potenziale diffusione dell'*investment company*, in quanto strumento che permetterebbe elevati ritorni, pur in presenza di rischi in conto capitale non irrilevanti, propone una serie di riflessioni in merito alle scelte di cui i promotori/gestori devono essere consapevoli in relazione alla presentazione dei risultati e all'esposizione delle attività.

Come indicato, sia il bilancio consolidato sia il bilancio separato potrebbero risultare non del tutto rappresentativi dell'effettiva *performance* della società, se non adottando criteri contabili basati sul concetto di *fair value*. Dall'altra parte un utilizzo esasperato del *fair value* espone a una potenziale elevata volatilità dei risultati e dei valori patrimoniali, con la quale il *management* e portatori di interessi dovrebbero convivere.

Tutti questi aspetti devono essere oggetto di attenta valutazione in sede di impostazione contabile, la quale non potrà non fare riferimento anche alle strategie di investimento adottate dall'entità. Un'*investment company* orientata a svilupparsi in un unico settore (per esempio, biotecnologie piuttosto che energie alternative) potrebbe non sentire l'esigenza di palesare i *fair value* delle proprie partecipazioni nel bilancio separato, visto che le informazioni consolidate sono adeguatamente rappresentative di un ambito di riferimento omogeneo. Diversamente, nel caso in cui le strategie siano volte al risanamento finanziario od operativo di società eterogenee per attività e settore, il bilancio consolidato e i costi storici potrebbero risultare scarsamente rappresentativi.

Infine si deve tenere in debita considerazione il fatto che, sebbene le scelte relative all'impostazione contabile di un'*investment company* non siano definitive, eventuali cambiamenti successivi, oltre che complicati, potrebbero risultare poco opportuni in termini di comunicazione ai terzi, aspetto spesso fondamentale relativamente a questo tipo di società.