



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in Economia e Gestione delle Aziende

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La crisi finanziaria e il test di impairment sull'avviamento

Relatore

Ch. Prof. Luciano Olivotto

Laureando

Antonio Melandri
Matricola 806498

Anno Accademico
2011 / 2012

*Alla mia famiglia
e ai miei amici*

Indice

Capitolo 1: Introduzione	3
Capitolo 2: I concetti di <i>Impairment test</i> e di avviamento	7
2.1: Accenni sugli IAS/IFRS	7
2.2: <i>Impairment test</i>	9
2.2.1: Le differenze tra principi contabili nazionali e IAS nelle immobilizzazioni immateriali.....	10
2.2.2: Le unità generatrici di flussi finanziari.....	13
2.2.3: <i>L'impairment test</i> . Il calcolo della perdita durevole di valore	17
2.2.3.1: <i>Il prezzo netto di vendita o fair value</i>	18
2.2.3.2: <i>Il valore d'uso</i>	18
2.3: L'avviamento	30
Capitolo 3: L'impatto della crisi sul test di <i>impairment</i> dell'avviamento	37
3.1: Indicatori di presunzione di perdita durevole di valore.....	40
3.2: La crisi e l'insostenibilità dei piani aziendali	44
3.3: Il trattamento del rischio	47
3.4: Gli scostamenti tra <i>budget</i> e consuntivo.....	52
3.5: Il processo di calcolo dell' <i>impairment test</i> in un contesto di crisi	54
Capitolo 4: L' <i>impairment test</i> in un contesto di crisi. Alcuni esempi di realtà aziendali	75
Luxottica	76
Barilla.....	82
Fiat	88
Benetton	95
Intesa Sanpaolo	102
Capitolo 5: Conclusioni	113
Bibliografia	119

Capitolo 1: Introduzione

Nell'estate del 2007 i mercati sono stati scossi da un terremoto economico-finanziario che ha invaso l'intera economia mondiale e che è stato descritto come la peggiore crisi economica della storia, seconda soltanto alla grande depressione del crollo in borsa del 1929¹. Tale crisi è nata negli Stati Uniti con la ormai tristemente famosa "crisi dei *subprime*", che ha generato una reazione a catena portando l'economia globale in una affannosa e pesante recessione cominciata in alcuni Paesi già nel primo trimestre del 2008.

Gli anni seguenti hanno visto un allargamento della crisi verso i debiti sovrani e verso le finanze pubbliche, soprattutto in Europa. Paesi come il Portogallo, la Grecia e l'Irlanda sono stati salvati dal rischio di "*default*" attraverso ingenti iniezioni di liquidità, di prestiti e di garanzie offerte dal Fondo Monetario Internazionale e dall'Unione Europea. Anche il nostro Paese ha dovuto affrontare, e sta tutt'ora affrontando, gravi problemi legati alla situazione drammatica dell'economia globale. Soltanto per citarne alcuni, basti pensare:

- al differenziale esistente tra il tasso dei BUND tedeschi e il tasso dei BOT italiani (il cosiddetto *spread*) che nel corso degli anni è aumentato da meno di 100 punti base a più di 500;
- al calo costante del PIL² avvenuto in due periodi diversi: il primo per cinque trimestri consecutivi a cavallo del 2008/2009, il secondo, definito come "recessione tecnica" dal terzo trimestre precedente sino ai giorni nostri;
- alla crisi di liquidità che colpisce i settori produttivi, legata sia in parte alla riluttanza da parte di molti istituti di credito nazionale ad offrire prestiti a breve termine se non a fronte di tassi molto alti, sia all'abbassamento delle valutazioni effettuate dalle società di rating, causate soprattutto dalla "limitata capacità di risposta dello stato rispetto alla crisi"³;
- all'aumento del debito pubblico, rapportato al PIL nazionale, che nel 2010 ha raggiunto la quota del 118%.

Ebbene, la congiuntura economica sopra delineata ha avuto delle forti implicazioni sulle valutazioni delle attività d'impresa e sull'avviamento in modo preminente.

¹ Su tutte si legga un articolo comparso all'indirizzo web della società di comunicazione finanziaria Reuters: <http://www.reuters.com/article/2009/02/27/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227>

² I dati statistici sono stati tutti recuperati sul database europeo: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm

³ Parole recuperate dalla motivazione ufficiale pubblicata da S&P's la notte del 20 settembre 2011, notte in cui aveva ridotto il voto di affidabilità sui BOT nazionali.

In particolare, per citare alcuni casi concreti, nel corso del 2011 molte società italiane ed europee che applicano i principi contabili internazionali hanno subito una sensibile riduzione del valore dell'avviamento iscritto in bilancio. Intesa Sanpaolo, ad esempio, ha svalutato le proprie attività immateriali per un importo superiore ai dieci miliardi di euro, mentre Unicredit ha ridotto il valore dei propri *asset* per più di 8,5 miliardi di euro.

Lo stretto legame tra la congiuntura economica e il valore dell'avviamento delle imprese è insito nella definizione stessa di avviamento, definizione che sarà approfondita nei paragrafi che seguono e che è stata più volte trattata dalla dottrina e dalla giurisprudenza di merito. In particolare al riguardo pare opportuno citare *ex multis*, la sentenza della corte di cassazione numero 26429 del 30 dicembre 2010 nella quale i Giudici della suprema Corte hanno concluso che “*l'avviamento, pur avendo un valore patrimoniale e come tale iscritto in bilancio, non è un bene né un diritto, bensì una qualità dell'azienda, e precisamente la capacità della stessa di dare profitti. Tale definizione deriva dal fatto che il valore della azienda è superiore al valore dei singoli beni che la compongono, e la differenza è data dalla gestione ed organizzazione unitaria dei fattori di impresa, che consentono una redditività più o meno elevata*”. Da tale assunto si comprende come il valore dell'avviamento non è semplicemente una posta di stato patrimoniale delle società prese in considerazione, ma descrive piuttosto una ragion d'essere della società. Una siffatta qualità non può prescindere dal fatto che sia la società partecipata che la controllante siano immerse in un contesto macro-economico e macro-finanziario nel quale risulta sempre più complesso operare a causa della forte crisi di liquidità che investe molti settori. Non si può prescindere dal fatto che società multinazionali, proprietarie delle quote di società più piccole, in crisi e indebitate, non riflettano tali difficoltà nel proprio conto economico d'esercizio.

Questo elaborato si propone di affrontare l'argomento sotto un punto di vista puramente operativo: si analizzeranno diversi bilanci d'esercizio (chiusi al 31 dicembre 2011) di società italiane quotate in borsa, che stilano il proprio documento secondo i principi contabili internazionali e che valutano il valore dell'avviamento e delle partecipazioni secondo il metodo dell'*impairment test* descritto dallo IAS 36. Ciò verrà effettuato attraverso un percorso strutturato in tre fasi (capitoli):

- nel primo capitolo si affronteranno sia i concetti di *impairment test* che di avviamento, facendo una descrizione di cosa siano i principi contabili internazionali comparandoli con i principi nazionali, dei soggetti cui si applicano, delle componenti su cui si fonda il calcolo del test di *impairment*, delle sue

componenti critiche e, infine, svolgendo un esempio che permetta di comprendere ciò che si sta affrontando;

- nel secondo capitolo si tratterà dell'impatto che ha la crisi attuale sul test di *impairment* e ciò avverrà attraverso una analisi rivolta in due direzioni: la prima, tratterà gli aspetti problematici della stima del valore recuperabile in un contesto di crisi, la seconda affronterà il processo di calcolo dell'*impairment test* nel contesto di crisi;
- nel terzo capitolo si analizzeranno 5 casi reali di società italiane quotate in borsa che, nel corso dell'esercizio 2011, hanno svolto un *impairment test* applicato all'avviamento con l'obiettivo di valutare se siano stati applicati i suggerimenti proposti dalla letteratura di settore;

L'obiettivo di questo elaborato è quello di fornire una panoramica sufficientemente approfondita per comprendere sia i concetti di *impairment test* che di avviamento, e valutare come, con lo scoppio della crisi, si siano affrontati i problemi che da essa sono derivati.

Capitolo 2: I concetti di *Impairment Test* e di avviamento

2.1: Accenni sugli IAS/IFRS

L'ordinamento giuridico italiano, nella sua fonte legislativa primaria che è il Codice Civile, dispone che la redazione del bilancio può essere svolta seguendo alternativamente o le direttive dell'Organismo Italiano di Contabilità (i c.d. Principi Contabili Nazionali), oppure le direttive dello *International Accounting Standards Board* (Principi contabili Internazionali)⁴.

I principi contabili internazionali sono stati sviluppati da una fondazione non-profit di esperti commercialisti (*IFRS Foundation*), provenienti da diversi paesi del globo, che nacque agli inizi degli anni '70. L'intento di fondo di tale organizzazione è quella di creare, tra le altre, un corpo di regole contabili “di alta qualità, comprensibili, applicabili e globalmente accettate”⁵ che permetta alle società che operano in ambito multinazionale e ai loro *stakeholders* di sviluppare un sistema di *financial reporting* uniforme, senza differenze da paese a paese.

Come si può intuire, difatti, il documento di bilancio è un documento il cui compito è quello di rappresentare la situazione patrimoniale aziendale (i.e. lo Stato Patrimoniale) “fotografata” alla fine dell'esercizio civilistico, che in alcuni casi può coincidere con l'anno solare, nonché il percorso economico che ha portato la società alla situazione descritta dallo Stato Patrimoniale (Conto Economico). Il tutto deve essere completato da un documento che aiuti nella comprensione dei predetti prospetti (Nota Integrativa), nonché da ogni eventuale ulteriore documento possa essere utile al fine di rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione aziendale.

Coloro che portano interessi nella vita di alcune società possono essere esponenti di categorie molto diverse tra di loro: azionisti, clienti, fornitori, dipendenti, finanziatori e pubbliche amministrazioni, solo per citarne alcuni, sono tutti soggetti che possono ritenere utile leggere, analizzare e comprendere il bilancio di tali società. Ogni esponente di tali categorie potrebbe ricercare all'interno dei documenti di bilancio informazioni diverse. Se infine consideriamo che molte società operano in mercati multi-nazionali, comprendiamo come sia necessario che chi pubblica questi documenti debba utilizzare dei metodi uniformi

⁴ Il Codice Civile non espone mai, in realtà, i principi contabili nazionali e internazionali direttamente. I principi contabili sono documenti interpretativi della legge ma che assumono il carattere di norma con forza di legge.

⁵ Come descritto nell'indirizzo web degli IFRS: <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>

ed omogenei al fine di massimizzare l'utilità nella lettura di tali documenti da parte degli *stakeholders*.

Nel corso degli anni i membri dello IASB, attraverso un lungo percorso di condivisione tra i vari corpi di studio dei principi contabili nazionali, hanno pubblicato diversi documenti chiamati originariamente IAS (*International Accounting Standards*) e, successivamente, IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Attualmente sono presenti 41 IAS (di cui 31 in corso di validità) e 7 IFRS che spaziano sulla totalità degli argomenti che devono essere presi in esame in sede di pubblicazione di bilancio.

Con la pubblicazione del Regolamento (CE) n. 1606 del 2002, l'Unione Europea ha voluto rendere obbligatori, per specifiche categorie di imprese operanti nel contesto europeo ed extra-europeo, i principi contabili internazionali. In Italia tale Regolamento viene recepito soltanto tre anni più tardi, per la precisione con il decreto legislativo n. 38 del 28 febbraio 2005⁶. Ciò fu dovuto alla volontà, nonché alla necessità, da parte dei diversi stati membri dell'UE di effettuare un duplice controllo di tali *Standards* sia dal punto di vista politico (organo di controllo fu, in tale situazione, l'*Accounting Regulatory Committee*⁷) che dal punto di vista puramente tecnico (*European Financial Reporting Advisory Group*⁸) per valutare la realizzabilità dell'applicazione degli IAS e degli IFRS alle diverse realtà nazionali. Il medesimo *iter* viene seguito ogni qualvolta un nuovo IFRS viene pubblicato.

Nel nostro paese, grazie al predetto d.l. n.38 del 2005, si è resa obbligatoria, a partire dal 1° gennaio 2005, l'applicazione dei principi contabili internazionali ai bilanci consolidati delle società quotate nei mercati di scambio, delle banche e delle assicurazioni (come previsto dal suddetto Regolamento CE). Si aggiunge inoltre che la totalità delle altre società presenti in Italia hanno la facoltà (e non quindi l'obbligo) di optare per la redazione del bilancio secondo le direttive dello IASB.

Come già accennato il corpo dei principi contabili internazionali IAS/IFRS si articola in numerosi principi pubblicati dal 2003: al giorno d'oggi si contano 31 IAS e 7 IFRS⁹. Oggetto di questo lavoro sarà il principio contabile internazionale IAS 36, intitolato

⁶ Per una visione online del d.l. 38/2005 si suggerisce, tra gli altri: <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2005;038>

⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/committees/arc_en.htm

⁸ <http://www.efrag.org/Front/Home.aspx>

⁹ Si specifica che la differenza tra IAS e IFRS è legata al semplice cambio di nome voluto dagli stessi redattori nel momento in cui l'organo emanatore si è reso indipendente. Fino al 2001, infatti, lo IASC ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili trasformandosi poi in una fondazione privata di diritto statunitense (*IASC foundation*).

“Riduzione durevole di valore delle attività”¹⁰, ma non sarà possibile isolare l’ambito di analisi al solo principio contabile in questione, poiché vi è uno stretto legame e vi sono numerosi rimandi ad altri IAS/IFRS. In particolare si noteranno numerosi riferimenti allo IAS 38 “*Intangible assets*” dato che l’avviamento è una immobilizzazione immateriale (*Intangible* per l’appunto, in lingua inglese) e che lo IAS 38 specifica i metodi di contabilizzazione ammessi per tali immobilizzazioni.

2.2: Impairment test

A livello teorico l’*impairment test* è un argomento tutt’altro che complesso. Infatti lo IAS 36 richiede di “*stimare il valore recuperabile di un’attività ogniqualvolta vi sia l’indicazione che l’attività può aver subito una riduzione durevole di valore*”¹¹ e che questa debba essere stimata “*ogniqualvolta il valore contabile di un’attività risulti superiore al suo valore recuperabile*”¹².

Ciò che viene richiesto è di effettuare almeno una volta all’anno un controllo sul valore della attività in questione. Se il valore iscritto a libro contabile è maggiore del valore che si può recuperare dalla suddetta attività, l’immobilizzazione ha di conseguenza subito una perdita di valore durante questo arco temporale e si rende necessario procedere ad una svalutazione che verrà iscritta nel Conto Economico dell’esercizio.

Le difficoltà incominciano quando si procede all’analisi del valore recuperabile dell’attività. Per definizione, il valore recuperabile è il più alto tra il prezzo netto di vendita ed il valore d’uso. Il prezzo netto di vendita è “*l’importo ottenibile dalla vendita di un’attività in un’operazione fra parti indipendenti, consapevoli e disponibili, dedotto ogni costo marginale diretto di dismissione*”, mentre il valore d’uso è “*il valore attuale dei flussi finanziari futuri stimati che si suppone deriveranno dall’uso continuativo di un’attività e dalla dismissione della stessa al termine della sua vita utile*”.¹³

Per comprendere appieno il concetto di *impairment test* è necessario quindi approfondire alcuni ulteriori argomenti, senza i quali si rischia di rimanere soltanto sul piano teorico. Vi sarà una disamina di tali argomenti nei prossimi sottocapitoli.

¹⁰ Il titolo originale, *impairment of assets*, è di difficile traduzione in lingua italiana a causa dell’utilizzo, in lingua inglese, di due termini che possono assumere molteplici significati. È per questo motivo che spesso il titolo dello IAS 36 in italiano può essere diverso a seconda di chi lo ha tradotto.

¹¹ “Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività” Par. 3

¹² “Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività” Par. 4

¹³ “Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività” Par. 5 punti (a) e (b).

2.2.1: Le differenze tra principi contabili nazionali e IAS nelle immobilizzazioni immateriali.

Il bilancio d'esercizio redatto secondo i principi contabili nazionali¹⁴ si fonda su un modello profondamente divergente rispetto a quello redatto secondo gli IAS/IFRS. Il modello europeo, ossia quello che si basa sui vari *corpus* nazionali, si fonda sul "principio del costo storico"¹⁵ mentre il modello IAS/IFRS sul "principio del *fair value*"¹⁶.

I principi civilistici (nazionali) sono tipici di un contesto caratterizzato da un ricorso ai mercati dei capitali molto limitato. Le società sono perlopiù a stampo familiare e agli amministratori è affidato solo l'aspetto gestionale ma non quello decisionale. Le decisioni infatti sono prese dai soci che, per poter preservare il proprio controllo sulla realtà aziendale, preferiscono ricorrere all'indebitamento presso le banche. Si comprende come, di conseguenza, i principali lettori interessati al bilancio d'esercizio siano coloro che possiedono un credito nei confronti della società. Nel caso specifico, prioritariamente le banche.

I principi europei, che seguono quindi le direttive dello IASB, di per contro, si riferiscono ad un contesto caratterizzato da un massiccio ricorso al mercato dei capitali. Le società sono ad azionariato diffuso, gli azionisti hanno poco interesse verso la gestione dell'impresa e vedono l'acquisto o la vendita di azioni di partecipazione all'utile societario come un mero investimento (anche e soprattutto a breve termine). Il governo delle società è affidato ai *manager* che godono di ampi poteri sia decisionali che di controllo.

Si comprende come nei due casi specifici, l'utilizzo dei medesimi sistemi di contabilizzazione, potrebbe sembrare controproducente. Il modello di bilancio a stampo europeo infatti deve essere strutturato per poter porre la tutela sui creditori, mentre il modello di stampo anglosassone (principi internazionali) ha come obiettivo quello di tutelare gli investitori attuali e quelli potenziali.

Nella seguente tabella si riportano le principali differenze tra i due sistemi¹⁷:

¹⁴ Non si vuole, in questa sede, limitare l'argomento dei principi contabili nazionali al solo ambito italiano. In ogni paese in Europa e all'estero viene utilizzato un *corpus* di principi contabili nazionali stilati da esperti dottori commercialisti del luogo.

¹⁵ Parole espresse da Flavio e Luca Dezzani, in "il fisco" numero 40/2008 p. 7141, nell'articolo "Principi Ias/lfrs – Fair value e mark to market: principi in crisi?"

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Ibid.

Principi civilistici (o modello europeo di bilancio)	Principi IAS/IFRS (o modello anglosassone di bilancio)
Tutela dei creditori	Tutela degli investitori attuali e potenziali
Costo storico	<i>Fair value</i>
Prudenza (minore tra “costo” e “mercato”) (<i>Conservatism</i>)	<i>Mark to market</i> (valutazione al “mercato”) (<i>Optimism</i>)
Prevalenza della “forma” sulla “sostanza”	Prevalenza della “sostanza” sulla “forma”
Reddito prodotto (o “reddito realizzato”)	Reddito potenziale (o “reddito realizzabile”)

Tab.1: Confronto tra i principi contabili nazionali e gli IAS.

Il modello di bilancio che adotta il principio del costo storico prevede che le immobilizzazioni materiali (mobili, autoveicoli, immobili) ed immateriali (marchi, brevetti, avviamento) debbano essere iscritti nel libro contabile al valore di acquisto o, se prodotti internamente, al valore di produzione. Ciò che caratterizza questo modello rispetto all’altro è principalmente il non tenere conto del valore dell’inflazione che si somma anno per anno al valore dei beni. Le immobilizzazioni che richiedono un tempo di ammortamento molto lungo e dilazionato nel tempo (ad esempio un’immobile con vita utile trentennale), il giorno in cui vengono comprate, sono iscritte a libro cespiti ad un valore pari al valore d’acquisto. La moneta, nel corso degli anni, si svaluta e perde valore, generando inflazione¹⁸. Gli immobili che, dopo venti anni, per ipotesi, hanno un valore che si è ridotto ad un terzo del loro valore originario per effetto dell’ammortamento, probabilmente valgono molto di più rispetto a quando sia iscritto a libro cespiti. Soprattutto se, come in Italia, si è dovuti affrontare un periodo di forte crisi inflazionistica come quello della crisi petrolifera di fine anni ’70.

Un esempio ancora più calzante si può avere quando l’immobilizzazione in questione è un bene che non è ammortizzabile (un terreno). Dopo numerosi anni, il valore di acquisto del terreno risulterà sensibilmente inferiore rispetto a quello che risulterà essere in un eventuale contratto di compravendita, per effetto dell’inflazione.

¹⁸ Per precisione si cita la definizione del “Grande Dizionario Italiano”, a cura di Gabrielli Aldo, Edizione Hoepli, 2012: “ECON: Aumento di valuta in circolazione che porta alla diminuzione del potere d’acquisto della valuta stessa e, come conseguenza, all’aumento dei prezzi”

Per ovviare a queste distorsioni economiche molto comuni tra i valori di bilancio e i valori reali, ciclicamente vengono emanate delle leggi di rivalutazione che permettono ai proprietari di tali beni e/o diritti (marchi, brevetti) di adeguare tali costi storici ai valori di mercato per poter distribuire meglio una eventuale plusvalenza che verrebbe realizzata da una ipotetica cessione di tale attività. Infatti il problema principale non è tanto la discrepanza tra valore contabile di un immobile e il suo valore reale (che sicuramente ha un peso notevole), ma più concretamente il peso che potrebbe avere sul conto economico dell'esercizio l'eventuale plusvalenza realizzata da una ipotetica cessione.

Nel caso diametralmente opposto, con il modello IAS/IFRS che si fonda sul "valore equo", le immobilizzazioni devono sì essere iscritte a libro contabile al valore di acquisto (o di produzione, se prodotte internamente), ma è previsto che tale valore venga rivisitato periodicamente e iscritto a bilancio secondo alcuni criteri piuttosto rigidi benché sicuramente con un margine di soggettività non trascurabile. Ad ogni periodo di analisi, che nella maggior parte dei casi coincide con l'esercizio stesso, l'attività deve essere valutata in base al valore di mercato (o valore corrente, o valore recuperabile)¹⁹ e la sua eventuale plusvalenza o minusvalenza sulla voce di stato patrimoniale deve essere imputata a conto economico. L'obiettivo ultimo è sicuramente quello di poter dare a chi legge la possibilità di avere sempre presente il valore "attuale" del bene considerato.

Si comprende però che tale metodo non è esente da aspetti negativi. Il *fair value* accresce la soggettività dei valori dello stato patrimoniale, nonché la volatilità dei risultati economici della società.

Secondo la classificazione di bilancio dei principi IAS/IFRS, il *fair value* deve essere applicato a tutte le voci in bilancio ricomprese tra attività correnti e attività non correnti (*current e non current assets*)²⁰. Non a tutte queste voci però, si applica l'*impairment test*. Esso non si applica, difatti, alle attività correnti, ossia alle rimanenze, ai lavori in corso su ordinazione e agli strumenti finanziari che vengono rilevati a conto economico al valore equo. Trova il proprio campo di utilizzo, invece, in una parte di quelle che sono classificate come

¹⁹ L'utilizzo di uno piuttosto che di un altro di questi termini non è una semplice licenza lessicale. Ogni termine racchiude in sé uno specifico calcolo nonché uno specifico metodo di valutazione e per ogni attività specifica è possibile che sia necessario l'utilizzo di uno piuttosto che di un altro.

²⁰ Per una più approfondita disamina dei criteri di esposizione di bilancio secondo i principi contabili internazionali, si veda lo IAS 1, "*Presentation of financial Statements*"

attività non correnti: per la precisione nelle attività intangibili a vita indefinita. I tipici beni intangibili da assoggettare ad *impairment test* sono l'avviamento e i marchi²¹.

Nei principi contabili internazionali, gli *intangible assets* devono quindi essere sottoposti ad una revisione periodica del proprio valore e, in presenza di svalutazioni, tale perdita di valore deve essere indicata in conto economico. Ciò viene effettuato a fronte di una non ammortizzazione di tali attività nel corso degli esercizi; le attività immateriali, infatti, non sono soggette ad ammortamento secondo i principi contabili internazionali.

Quelle sopra descritte non sono che, naturalmente, solo alcune delle differenze tra principi contabili nazionali e internazionali. Esse aiutano però a comprendere, seppur marginalmente, come la realtà degli IAS sia sensibilmente diversa rispetto alla realtà dei principi emanati dall'OIC.

2.2.2: Le unità generatrici di flussi finanziari.

Il passo successivo per comprendere i diversi metodi di calcolo utilizzati nell'*impairment test* è rappresentato dalla definizione delle unità generatrici di flussi finanziari (*cash generating units* o CGU).

Come precedentemente accennato lo IAS 36 chiede di stimare il valore recuperabile di ogni attività quando si abbia notizia o indicazione che tale attività possa aver subito una riduzione durevole di valore. Se ciò non accade, l'*impairment test* è comunque obbligatorio almeno una volta ogni esercizio. Per poter fare ciò, si dovrà procedere a due diverse analisi del valore residuo dell'attività: il calcolo del prezzo netto di vendita e il calcolo del valore d'uso.

Il calcolo del valore d'uso richiede che vengano individuati i flussi finanziari futuri attesi dall'uso e dalla dismissione di una attività. Questo comporta che, quando una singola attività iscritta a stato patrimoniale non genera, dal suo uso continuativo e per sua natura,

²¹ Vi sono numerosi dibattiti sulla questione dei marchi. Accade spesso che sia di difficile valutazione se classificare i marchi come immobilizzazioni a vita utile definita o indefinita. Secondo l'opinione di due dei più importanti esponenti del mondo IAS in Italia, L. Guatri e M. Bini, nel loro *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, pagg. 204-205 Università Bocconi Editore, 2005: "(...) il nome e i marchi devono essere considerati individualmente per stabilirne la vita utile residua. I nomi e i marchi associati al nome o al logo di una società hanno tipicamente una vita indefinita. Molti nomi di prodotti e marchi hanno pure una vita indefinita quando non sia possibile una stima ragionevole della vita del prodotto. L'esperto deve tuttavia porre attenzione alla circostanza che esistano o meno progetti di marginalizzazione di un prodotto e accertare se sia possibile stimare con ragionevole certezza che un nome possa perdere valore o essere abbandonato nel tempo. In tale caso si suggerisce una 'vita definita'; e perciò si deve stabilire un periodo di ammortamento".

flussi finanziari in entrata indipendenti dai flussi finanziari in entrata di altre attività, non sia possibile calcolarne il valore d'uso. Di conseguenza, ogni qual volta non sia possibile procedere ad una valutazione della sola attività, risulta necessario raggruppare un numero sempre maggiore di attività fino a quando non sia possibile individuare una unità generatrice di flussi finanziari²².

L'individuazione della *cash generating unit* costituisce sicuramente una delle prime e più importanti fasi dell'*impairment test*, poiché senza una corretta e attenta individuazione delle CGU si rischia di falsare il risultato finale. Le unità generatrici di flussi finanziari sono infatti l'oggetto stesso dell'analisi di *impairment* senza le quali non si potrà effettuare il test.

È necessario premettere che non esistono regole specifiche dettate dallo IAS 36 sulla individuazione delle CGU, ma soltanto dei principi guida, delle linee generali da seguire. Ciò è dovuto, probabilmente, al fatto che sia *“obiettivamente impossibile fornire dei metodi da utilizzare nelle diverse fattispecie, vista la molteplicità di fattori da esaminare. Si tratta senza dubbio di un esercizio altamente soggettivo, e la norma lo riconosce apertamente”*²³.

Nonostante non sia possibile definire regole specifiche di determinazione delle CGU applicabili alle diverse fattispecie, è possibile trarre alcune indicazioni per procedere secondo una modalità coerente con lo spirito dello IAS 36.

Il primo passo è comprendere il motivo per cui sia necessario individuare il più piccolo gruppo di attività e non qualsiasi gruppo di attività. Si rischia in questi casi di procedere ad eventuali compensazioni di valori positivi e negativi che altererebbero il risultato finale dell'*impairment* e che porterebbero ad una situazione distorta della realtà aziendale nelle sue attività e, di conseguenza, ad una informazione diffusa agli *stakeholders* non corrispondente alla realtà. Una esemplificazione di questo caso si può avere quando un'impresa decida di individuare una unica CGU coincidente con l'intera società, laddove le sottostanti unità generatrici di flussi finanziari (le società controllate, se indipendenti) vengono considerate solo nella loro sommatoria e non individualmente. Se una di queste società controllate presenta tutti i presupposti per una riduzione durevole di valore e l'altra no, risulterebbe che la sommatoria dei due valori verranno compensati e la società controllante non dovrà procedere ad una svalutazione in conto economico.

²² “Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività” Par. 67 e ss.

²³ Marotta Sergio, *Amministrazione e Finanza* numero 1 del 2012, p. 7, nell'articolo *“Cash Generating unit nel test di impairment: profili teorici e applicazioni pratiche”*.

Risulta chiaro che tale situazione non sia sostenibile né tantomeno corretta. Ogni attività (o CGU) deve essere valutata nella sua individualità e, in caso di perdita durevole di valore, svalutata attraverso il test di *impairment*²⁴. Non è corretto quindi effettuare aggregazioni arbitrarie a seconda del caso specifico.

Dagli esempi offerti proprio dallo IAS 36 è possibile chiarire alcune ulteriori linee guida per l'individuazione delle CGU. Si comprende infatti come la definizione del modello più adatto dipenda da vari fenomeni quali:

- l'organizzazione del sistema informativo impostato dalla direzione dell'impresa per misurare i risultati conseguiti dai vari settori;
- la suddivisione della gestione dell'impresa in elementi diversificati in base a dislocazioni geografiche, separazione fisica, diversificazione delle responsabilità assegnate;
- la differenziazione di mercati, clientela, tipologia di prodotti e/o servizi forniti dall'impresa.

Un terzo passo importante da seguire nell'individuazione della CGU ci è fornito esplicitamente dallo IAS 36 al paragrafo 69: *“Se esiste un mercato attivo per il prodotto di un'attività o di un gruppo di attività, tale attività o gruppo di attività deve essere identificata come un'unità generatrice di flussi finanziari, anche se alcuni o tutti i prodotti sono usati internamente. Se ci troviamo in questa circostanza, deve essere usata la migliore stima effettuabile della direzione aziendale dei futuri prezzi di mercato”*. Questa disposizione è coerente con l'obiettivo che i principi contabili internazionali si pongono nel disciplinare la determinazione delle eventuali riduzioni di valore al più basso livello di analisi delle attività dell'impresa. La presenza di un mercato attivo per i prodotti dell'impresa indica che già a quel livello sono misurabili sia i flussi finanziari in entrata che il valore d'uso dell'attività o gruppo di attività che tale prodotto ha generato.

Si è convinti che la pura teoria dell'*impairment test* e, più nello specifico, nel caso in esame dell'individuazione delle unità generatrici di flussi finanziari non sia sufficiente per capire a fondo e appieno la realtà descritta. Si vuole procedere di conseguenza ad alcune

²⁴ Per ulteriori esempi di identificazione di unità generatrici di flussi finanziari, si rimanda all'Appendice A dello IAS 36.

esemplificazioni di come quattro realtà aziendali italiane che applicano gli IAS, procedano all'individuazione delle loro CGU²⁵.

Intesa Sanpaolo²⁶ svolge la sua identificazione delle CGU per la valutazione delle immobilizzazioni immateriali a vita indefinita attraverso le sei divisioni operative in cui è articolato il gruppo stesso e non nelle società prese singolarmente o addirittura nelle filiali, poiché il potere decisionale è molto accentrato. Ciò viene svolto secondo quanto suggerito dall'Organismo Italiano di Contabilità nel documento denominato “*Impairment e avviamento – Applicazione per il settore bancario n. 2.1.*”, con l'idea che i ricavi della società sono strettamente dipendenti dalle politiche attuate dal centro di governo.

Parmalat²⁷ invece presenta uno schema diverso e meno lineare rispetto alla società precedente. Dopo aver suddiviso la propria struttura in aree geografiche e identificata ciascuna come singola CGU, ha proceduto ad effettuare il test di *impairment* su alcuni marchi ritenuti idonei a produrre flussi finanziari per un tempo indefinito estrapolandoli dalla struttura delle CGU e valutandoli separatamente. Il procedimento svolto da Parmalat considera che i marchi, qualora non fossero di proprietà della società stessa, sarebbero oggetto di compensi nei confronti di chi li possiede (c.d. *royalties*). Il valore residuo di tali marchi coincide quindi nel valore attualizzato dei risparmi che derivano dal mancato pagamento di questi diritti.

Un terzo esempio può essere quello della società Campari²⁸. Campari individua le proprie CGU nei marchi (che hanno anche in questa sede un peso notevole) oppure nelle entità che realizzano e/o distribuiscono i prodotti da questi contraddistinti.

Come già si è accennato in precedenza, si comprende come non ci sia un metodo univoco per la determinazione delle unità generatrici di flussi finanziari, ma vi sono dei principi cardine che possono e devono essere seguiti a seconda di quali sono le situazioni contingenti. Si precisa che lo stesso IAS 36 afferma che “*le unità generatrici di flussi finanziari della stessa attività o delle stesse tipologie di attività devono essere identificate con*

²⁵ Questi esempi vengono effettuati da Marotta Sergio, *Amministrazione e Finanza* numero 1 del 2012, p. 7, nell'articolo “Cash Generating unit *nel test di impairment: profili teorici e applicazioni pratiche*”, sulla base dei rispettivi bilanci consolidati in data 31 dicembre 2010. Nell'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2011 le suddette società non hanno proceduto a modifiche nell'individuazione delle CGU.

²⁶ Il bilancio di Banca Intesa Sanpaolo S.p.A. è reperibile all'indirizzo web: <http://www.group.intesasnpaolo.com/scriptsir0/si09/contentData/view/content-ref?id=CNT-04-0000000A567D>

²⁷ Il bilancio di Parmalat S.p.A. è reperibile all'indirizzo web: <http://www.parmalat.com/attach/content/3627/Parmalat%20UK.pdf>

²⁸ Il bilancio di Davide Campari – Milano S.p.A. è reperibile all'indirizzo web: http://www.camparigroup.com/media/ANNUAL_REPORT_2011.pdf

*criteri coerenti da esercizio a esercizio, a meno che il cambiamento possa essere giustificato*²⁹. Questo ovviamente per evitare che di esercizio in esercizio le *cash generating units* vengano modificate in base alle esigenze del caso al fine di evitare o limitare perdite di *impairment*.

Un'ultima riflessione sull'argomento riguarda le "attività ausiliarie o comuni"³⁰. Nella struttura organizzativa di qualunque impresa sono presenti attività che non sono attribuibili ad una o più specifiche ed identificabili CGU. Ci si riferisce a quelle attività che contribuiscono alla generazione del flusso finanziario dell'impresa ma che non sono direttamente ricollegabili ai risultati prodotti da specifiche unità. Tali attività (*corporate assets*) si distinguono tra allocabili e non allocabili a seconda che possano o meno essere, per l'appunto, allocate alle CGU identificabili secondo criteri ragionevoli e coerenti con quelli che hanno determinato l'identificazione della CGU nei suoi componenti.

L'esempio illustrativo numero 8 dello IAS 36 sviluppa il tema dell'allocazione di questi cespiti: per la precisione della sede centrale ed il centro di ricerca. La prima è ritenuta attribuibile in maniera ragionevole e coerente mentre la seconda, poiché si stima che produca vantaggi per le entità complessivamente e non per le sue singole parti, no. Di conseguenza la sede centrale verrà attribuita alle CGU individuate secondo un criterio ritenuto ragionevole per il caso in esame: proporzionalmente al loro valore netto contabile ed alla loro vita utile residua. Dall'altra parte al centro di ricerche non può essere applicato nessun metodo ragionevole e coerente per la ripartizione. Ciò comporta che esso verrà attribuito alla società nella sua interezza. Il valore di tale *asset* sarà dato dalla differenza tra il valore recuperabile dell'intero gruppo con il valore contabile della somma delle diverse CGU individuate alle quali sono state sommate le attività centralizzate allocabili.

2.2.3: L'*impairment test*. Il calcolo della perdita durevole di valore.

*"Un'attività ha subito una riduzione durevole di valore quando il suo valore contabile dell'attività supera il suo valore recuperabile"*³¹ dove il valore recuperabile è definibile come *"il valore più alto tra il prezzo netto di vendita e il valore d'uso di una attività"*³².

²⁹ "Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività" Par. 71.

³⁰ "Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività" Par. 84 e ss.

³¹ "Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività" Par. 7.

³² "Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività" Par. 5.

Di seguito si procederà ad una disamina dei concetti di prezzo netto di vendita e, soprattutto, del valore d'uso.

2.2.3.1: Il prezzo netto di vendita o *fair value*

In presenza di contratti o accordi vincolanti stabiliti da controparti indipendenti, il prezzo netto di vendita risulta di facile individuazione. Per definizione degli stessi IAS, però, tale valore deve essere rettificato dai costi di dismissione³³.

Qualora non sia possibile individuare così chiaramente un prezzo di vendita grazie ad un contratto o accordo, si può risalire al suo prezzo netto di vendita attraverso una analisi di un mercato attivo³⁴ nel quale tale attività viene venduta. Nel caso in cui il bene sia trattato in un mercato attivo, il prezzo espresso dal mercato è assunto come *fair value* di quel bene. Quando non sono disponibili i prezzi correnti d'offerta, il prezzo dell'operazione più recente può fornire un criterio valido per stimare il prezzo netto di vendita, a patto che non vi siano stati significativi eventi che possono aver modificato il contesto economico.

Vi potrebbero essere situazioni particolari però in cui non esistono né accordi vincolanti di vendita né mercati attivi per tale attività. In tali casi il prezzo netto di vendita è determinato in base alle migliori informazioni disponibili necessarie per riflettere l'ammontare che l'impresa può ottenere dalla dismissione dell'attività in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili. Si può riprendere, ad esempio, il risultato di precedenti transazioni per attività simili effettuate all'interno dello stesso settore industriale.

In ultima nota si vogliono esemplificare alcune fattispecie di costi di dismissioni che devono essere dedotti dal prezzo di vendita: spese legali, imposta di bollo e altre simili imposte connesse alla negoziazione, costi di rimozione dell'attività, costi incrementali diretti necessari per rendere un'attività pronta alla vendita, etc.

³³ "I costi di dismissione sono i costi marginali direttamente attribuibili alla dismissione di un'attività esclusi i costi di finanziamento e gli effetti fiscali", come espresso dal principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività" Par. 5.

³⁴ La definizione di "mercato attivo" ci viene data dallo stesso principio contabile internazionale IAS n. 36, al paragrafo 5:

"Il mercato attivo è un mercato in cui esistono contemporaneamente tutte le seguenti condizioni:

- gli elementi commercializzati sul mercato risultano omogenei;
- compratori e venditori disponibili possono essere normalmente trovati in qualsiasi momento;
- i prezzi sono disponibili al pubblico."

2.2.3.2: Il valore d'uso

In questa sede si desidera descrivere a livello teorico il concetto di valore d'uso così come è descritta dal principio contabile internazionale n. 36. Successivamente si procederà ad una analisi esemplificativa di calcolo del valore d'uso di una attività. Si rimanda quindi ai successivi paragrafi per una comprensione dal punto di vista matematico di tale metodo di calcolo.

Il valore d'uso è il valore attuale dei flussi finanziari che si prevede abbiano origine da un'attività. Affinché si possa determinare tale valore è necessario stimare i flussi finanziari in entrata e in uscita che deriveranno dall'uso continuativo dell'attività e dalla sua cessione finale e applicare a quei flussi finanziari il tasso di attualizzazione appropriato.

Si comprende come sia importante che le proiezioni dei flussi finanziari debbano essere *“fondate su presupposti ragionevoli e sostenibili in grado di rappresentare la migliore stima effettuabile da parte della direzione aziendale di una serie di condizioni economiche che esisteranno lungo la restante vita utile dell'attività”*³⁵. Lo IAS 36 specifica inoltre che in presenza di evidenze esterne, oltre che interne, si deve dare maggior peso alle prime.

Le medesime proiezioni devono essere fondate sui più recenti *budget* approvati dalla direzione aziendale, sempreché queste non superino l'arco temporale dei cinque anni. Si ritiene difatti che le previsioni per archi temporali più lontani non possano essere sufficientemente affidabili a meno che ciò non possa venir giustificato dal settore di appartenenza o da altre evidenze. Se così fosse, queste dovrebbero essere stimate tramite *“estrapolazione delle proiezioni fondate su budget/previsioni facendo uso per gli anni successivi di un tasso di crescita stabile o calante”*³⁶, a meno che un tasso crescente possa essere giustificato. *Questo tasso di crescita non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, dei settori industriali, del Paese o dei Paesi in cui l'impresa è operativa, o dei mercati nei quali il bene è inserito, salvo che un tasso superiore possa essere giustificato”*³⁷.

³⁵ Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività” Par. 27 (a).

³⁶ Il motivo per cui lo IAS 36 prevede un tasso di crescita stabile o in diminuzione risiede nell'ipotesi in cui, quando le condizioni di mercato sono favorevoli, è probabile che altri concorrenti entrino nel mercato e che riducano i tassi di crescita. Secondo questo criterio le imprese avranno difficoltà nel lungo periodo a superare il tasso di crescita del settore, della produzione, del Paese o dei Paesi in cui opera.

³⁷ Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività” Par. 27 (c).

Per comprendere appieno la definizione di valore d'uso è necessario quindi comprendere in prima analisi quale sia la composizione delle stime dei flussi finanziari futuri ed effettuare una corretta individuazione del tasso di attualizzazione.

I flussi finanziari futuri

Nella stima dei flussi finanziari l'impresa deve considerare sia i flussi finanziari in entrata derivanti dall'uso continuativo dell'attività (o della CGU) che i flussi finanziari in uscita che sono necessariamente sostenuti al fine di ottenere i flussi finanziari in entrata. A questi si sommano i flussi finanziari netti da ricevere (o pagare, se del caso) per la dismissione dell'attività alla fine della vita utile.

I flussi in entrata sono, ad esempio, tutti i ricavi che una attività (o una CGU) è capace di generare nel corso della sua vita utile. Essi potrebbero essere i ricavi ottenuti dalla vendita di beni prodotti direttamente dall'attività oggetto d'analisi, o potrebbero consistere nella sommatoria delle *royalties* che i terzi sarebbero disposti a corrispondere mensilmente o annualmente per usufruire di uno specifico marchio.

Per quanto riguarda i flussi in uscita essi corrispondono a tutti i costi che sono direttamente imputabili esclusivamente a questa attività (o CGU) e che sono necessari alla generazione delle entrate, ai quali si somma una quota debitamente imputata di costi generali relativi a più attività o al sistema impresa *in toto*.

Come precedentemente descritto, a questi flussi si devono aggiungere i flussi finanziari netti derivanti dalla dismissione dell'attività, se il calcolo del valore d'uso si concluderà con la dismissione del bene. In alternativa si procederà ad un calcolo del valore terminale dell'attività a fine periodo di analisi. Ciò viene svolto in modo analogo al calcolo del prezzo netto di vendita³⁸.

³⁸ La differenza tra stima dei flussi netti finanziari derivanti dalla dismissione e il calcolo del prezzo netto di vendita di un'attività consiste nel fatto che, nella stima dei primi:

- (a) *"l'impresa usa i prezzi in vigore alla data della stima per attività simili che hanno completato il proprio ciclo di vita utile e che sono state utilizzate in condizioni simili a quelle in cui l'attività sarà usata; e*
- (b) *questi prezzi sono rettificati per effetto sia degli aumenti futuri dei prezzi dovuti all'inflazione generale sia degli specifici aumenti (diminuzioni) futuri dei prezzi. Tuttavia, se le stime di futuri flussi finanziari derivanti dall'uso continuativo dell'attività e il tasso di attualizzazione escludono l'effetto di una generale inflazione, questo effetto verrà anche escluso dalla stima di flussi netti di cassa relativi alla dismissione."*

Come descritto nel principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività" Par. 46

Prima di procedere alla definizione e alla descrizione del tasso di attualizzazione, rimangono da chiarire alcuni aspetti:

- i flussi finanziari possono essere espressi sia in moneta inflazionata che in moneta reale. Ciò si ripercuoterà, di conseguenza e coerentemente, con l'utilizzo di tassi di attualizzazione nominali (in caso di utilizzo di moneta inflazionata) o di tassi di attualizzazione reali (in caso di utilizzo di moneta reale).
- i flussi finanziari devono essere considerati al lordo sia degli oneri finanziari che degli oneri tributari³⁹.
- I flussi attesi dall'utilizzo dell'attività devono essere considerati a condizione corrente. Ciò comporta l'obbligo a non considerare i flussi finanziari futuri stimati che si suppone deriverebbero da
 - una ristrutturazione futura per la quale l'impresa non è ancora impegnata;
 - un investimento futuro in cespiti che metterà l'attività nelle condizioni di fornire un rendimento superiore al livello medio di prestazione originariamente accertato.
- Le stime includono invece gli investimenti futuri in cespiti necessari per mantenere o sostenere un'attività al suo livello standard di rendimento originariamente accertato.
- In caso di flussi finanziari in valuta estera, questi sono stimati nella valuta nella quale essi saranno generati e, quindi, attualizzati facendo uso di un tasso appropriato a quella stessa valuta.

Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione è chiaramente descritto nei paragrafi 48 e ss. dello IAS 36. *“Il tasso di attualizzazione deve essere un tasso al lordo delle imposte che riflette le attuali valutazioni del mercato del valore attuale del denaro e i rischi specifici connessi all'attività. Esso non deve riflettere i rischi per i quali le stime dei flussi finanziari futuri sono state rettificare”*.

Come si evince dal paragrafo sopra descritto, lo IAS 36 non precisa quale sia il tasso specifico da applicare, ma si limita a dare le linee guida necessarie per una corretta individuazione dello stesso. Viene precisato, inoltre, che tale tasso *“corrisponde al*

³⁹ Principio contabile internazionale n. 36, Riduzione durevole di valore delle attività” Par. 43.

rendimento che gli investitori richiederebbero se si trovassero nella situazione di dover scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di importi, tempistica e rischio equivalenti a quelli che l'impresa si aspetta che derivino dall'attività in oggetto.”

Nella prassi professionale il tasso di attualizzazione utilizzato è il *wacc* (costo medio ponderato del capitale o *weighted average cost of capital*). Il *wacc* rappresenta il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso finanziatori esterni ed interni. Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale di rischio ed il costo del capitale di debito.

Il *wacc* è così descritto

$$Wacc = K \frac{PN}{(D + PN)} + Kd \times (1 - t) \frac{D}{(D + PN)}$$

Dove:

- *Wacc* = *Weighted Average Cost of Capital*
- *K* = costo medio dell'*equity* calcolato secondo il CAPM⁴⁰
- *PN* = *equity* (capitale di rischio) medio
- *D* = indebitamento medio
- *Kd* = costo medio dell'indebitamento⁴¹
- *t* = aliquota fiscale applicata agli oneri finanziari

Si precisa in questa sede che la formula del *Wacc* è un tasso che include gli effetti fiscali⁴². Tuttavia il tasso di attualizzazione richiesto dallo IAS 36 dovrebbe escludere tali effetti. Si rende necessario, di conseguenza, ricondurre i tassi e i flussi finanziari al netto

⁴⁰ Il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) è espressamente citato nel principio contabile internazionale 36. Esso consiste nel considerare il costo del capitale di rischio dell'imprenditore (*equity*) come la somma tra il rendimento di investimenti privi di rischio (*free risk rate* come i BOT), ed un premio per il rischio dipendente dalla rischiosità sistematica dell'azienda oggetto di valutazione. Questo premio viene così calcolato:

$$K = r + \beta (rm - r)$$

rappresentante il prodotto di un coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile β per un premio per il rischio aziendale (c.d. *market risk premium*) dato da $(rm-r)$. Il premio per il rischio aziendale è da considerarsi quindi come la differenza tra il rendimento del mercato (rm) e il *risk free rate* (r).

Il coefficiente β misura la rischiosità specifica della singola azienda o del settore operativo. $\beta=1$ corrisponde ad una variabilità pari a quella di mercato.

⁴¹ Il costo del debito può essere individuato nel tasso che l'azienda pagherebbe nelle attuali condizioni di mercato per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine.

⁴² Tale argomento è ben descritto in "*Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS*" a cura di Bauer R. e Mezzabotta C. "I quaderni", S.A.F. Luigi Martino, Fondazione dei dottori commercialisti di Milano.

delle imposte a tassi e flussi al lordo delle imposte. Un metodo semplificato⁴³ per ottenere un valore al lordo dell'imposizione fiscale è:

$$Wacc (lordo) = \frac{Wacc}{(1 - t)}$$

Dove t corrisponde alla medesima aliquota fiscale applicata agli oneri finanziari nella formula del $Wacc$.

Alcune criticità

Da quanto affermato sino a questo momento si può riassumere che ai fini di una corretta individuazione del valore d'uso è necessario prendere in considerazione cinque aspetti:

- i) i flussi finanziari futuri stimati ed attesi dal bene oggetto di valutazione;
- ii) le possibili variazioni di ammontare o di tempistica in relazione a tali flussi futuri;
- iii) il valore temporale del denaro, che si riflette nell'uso di un tasso di sconto che rispecchi il tasso di interesse privo di rischio derivante dal mercato;
- iv) il premio per l'incertezza inerente nel bene oggetto di valutazione;
- v) altri fattori che potrebbero influenzare le stime dei flussi finanziari derivanti dal bene oggetto di valutazione.

Il tasso di sconto e la stima dei flussi futuri possono risolvere tre dei cinque aspetti sopra descritti. È importante, tuttavia, che non si tenga conto degli stessi elementi due volte, in forma diversa.

Risulta evidente, al lettore, come la stima del valore d'uso implichi l'utilizzo di una dose di discrezionalità importante, fermo restando che le informazioni su cui si basa il calcolo di *impairment* non sono certe, ma soggette a previsioni che, passo dopo passo, devono essere rivisitate e ri-analizzate nel corso del tempo.

Come precedentemente accennato le stime dei flussi finanziari da utilizzare nel calcolo del valore d'uso non dovrebbero estendersi oltre i cinque esercizi successivi alla chiusura di quello in corso, ai fini dell'*impairment test*. Si può derogare a tale norma soltanto se ciò sia

⁴³ Il procedimento di riconduzione potrebbe non essere così semplice. Sul calcolo dell'attualizzazione al lordo delle tasse influiscono sia la tempistica dei flussi finanziari fiscali futuri che la vita utile dell'attività. Per una disamina più approfondita di tale argomento si rimanda agli esempi esplicitati dalle "motivazioni per le conclusioni" dello IAS 36, nella Appendice A.

giustificabile e, per gli esercizi successivi al quinto, i flussi devono essere estrapolati facendo riferimento a un tasso di crescita costante o addirittura decrescente, coerentemente con il contesto produttivo in cui l'impresa opera. Le ipotesi che vengono utilizzate per la determinazione dei flussi attesi nell'intervallo temporale prefissato devono essere verificate periodicamente al fine di assicurare che nuovi avvenimenti successivi alla prima analisi non contraddicano quanto già considerato.

Le estrapolazioni oltre il quinto anno potrebbero perdere la loro significatività nel caso in cui l'ultimo esercizio del quinquennio non sia caratterizzato da una situazione di relativa stabilizzazione dei risultati dell'impresa. Questo in ottica del fatto che si renderebbero necessarie regolari modifiche alle stime per gli esercizi successivi. Si pensi ad esempio al caso in cui un calcolo di *impairment* ventennale abbia come quinto anno il 2008, anno dello scoppio della crisi finanziaria globale. Le estrapolazioni ricavate dall'analisi dei primi cinque anni di previsione, dovranno essere completamente rivisitate a cause di questi fattori esogeni, una volta che questo evento imprevisto e destabilizzante sia generato.

In alcuni casi specifici è obbligatorio svolgere una analisi che si protragga a lungo nel tempo. Quando si effettuano stime relative a CGU è necessario prendere in considerazione un periodo previsionale pari alla vita utile dell'attività che più a lungo rimarrà in dotazione alla CGU. Questo per permettere un test di *impairment* che sia lineare e che dia la possibilità agli amministratori di includere nel calcolo ogni attività almeno una volta in modo intero. Se, ad esempio, una CGU è composta da più attività la cui vita utile varia tra i cinque e in venti anni, si dovrà effettuare una analisi di *impairment* ventennale per permettere così che anche l'attività più "longeva" possa essere inclusa nella sua interezza all'interno del *test*. Questo perché, in presenza di attività con vita utile così lunga, si presume che la CGU possa produrre flussi finanziari almeno per tale periodo. Tale discorso non può essere svolto, al contrario, per quelli che sono gli *invisible assets* o *intangibles* a vita utile indefinita. Se la *Cash Generating Unit* ricomprende anche tali attività bisognerà valutare, caso per caso, se queste immobilizzazioni immateriali vengano ritenuti essenziali per la CGU stessa o meno. In caso siano ritenuti essenziali, anche l'*impairment test* sarà da ritenersi indefinito⁴⁴.

Un'ulteriore criticità è data da alcune situazioni che possono comportare maggiori attenzioni nel calcolo dei flussi finanziari futuri attesi o nel tasso di attualizzazione. Nel caso

⁴⁴ "Sarà consigliabile, in queste circostanze, stabilire un periodo limitato su cui effettuare le stime dei flussi e ipotizzare un valore terminale alla fine del periodo delle proiezioni quantitative, tenendo conto che la durata massima del periodo previsionale non dovrebbe superare i cinque esercizi." Da "Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS" a cura di Bauer R. e Mezzabotta C. "I quaderni", S.A.F. Luigi Martino, Fondazione dei dottori commercialisti di Milano.

in cui si debba effettuare una valutazione di imprese/attività site in economie emergenti, spesso caratterizzate da periodi di forte sviluppo alternate da periodi di gravi crisi e dissesti finanziari, o addirittura a svalutazione della moneta locale, si dovrà tenere in considerazione, nel calcolo del tasso di sconto, del forte rischio Paese cui tali attività incorrono. Si dovrà di conseguenza calcolare il *Wacc* stimando un premio maggiore, incorrendo così in un alto rischio di discrezionalità da parte del valutatore.

Infine, il medesimo ragionamento dovrà essere effettuato per le così dette *start-ups*, società neo costituite che sono ancora in fase di inizio attività economica. In questa situazione non è solo il tasso di sconto a necessitare modifiche o aggiunte, bensì anche lo stesso calcolo di flussi finanziari potrebbe essere modificato. Si ritiene infatti che nella stima dei flussi finanziari previsionali si debba includere anche i flussi in uscita necessari a portare la società nelle condizioni ottimali di attività. La situazione particolare delle *start-up* si ripercuote anche nella definizione del tasso di attualizzazione, che sarà maggiorato di un premio che tenga conto della maggiore rischiosità dell'investimento.

Un esempio pratico

Il *corpus* dei principi internazionali affronta molteplici casi e diverse tematiche, ma si ritiene opportuno affrontare un esempio per permettere al lettore di meglio comprendere come potrebbe essere calcolato il valore d'uso in un test di *impairment*.

Tra le diverse casistiche possibili e affrontabili, si vuole in questa sede effettuare una stima del valore in uso e l'imputazione di una perdita di valore. Nell'esempio considerato, si procederà alla svalutazione di alcune CGU alle quali è stato imputato anche il valore di avviamento. Per la sua natura di valore residuale dopo l'allocazione del prezzo pagato per un'aggregazione di imprese alle varie attività e passività separabili e identificabili acquistate, l'avviamento non può essere considerato atto a produrre reddito nel futuro in maniera separata da altre attività e passività aziendali che concorrono alla sua esistenza. Questo comporta che in presenza di avviamento (o *goodwill* nel mondo anglosassone) non sia possibile calcolare tale immobilizzazione immateriale come una attività a se stante, né tantomeno è possibile imputarlo ad una piuttosto che ad un'altra attività se non che in particolari casi. Di conseguenza si dovrà procedere ad una imputazione di tale *asset* alle *Cash Generating Units*, nelle quali si divide la società, in modo proporzionale o, allorquando possibile e necessario, in modo più idoneo.

La società Alfa acquista la società Beta per un valore complessivo pari a €750.000. La società Beta è una società multinazionale, attiva in diversi paesi, che struttura il proprio *impairment test* in base all'area geografica in cui opera.

	Imputazione del prezzo d'acquisto alle diverse aree geografiche.	Valore equo delle attività identificate.	Avviamento
Attività in Europa	375.000	262.500	112.500
Attività in America Latina	150.000	105.000	45.000
Attività negli Stati Uniti	225.000	157.500	67.500
Totale Beta	750.000	525.000	225.000

Tab. 2: Valore delle attività e imputazione avviamento nella società Beta

Dallo schema si intuisce come, attraverso l'acquisto da parte della società Alfa della società Beta, non sia stato solo pagato il valore effettivo delle attività, ma a questo sia stato aggiunto un avviamento che verrà distribuito nelle tre diverse attività nel modo sopra esposto. Le tre attività saranno oggetto di *impairment test* alla fine di ogni esercizio. Come da definizione tratta dallo IAS 36, il calcolo del valore recuperabile delle CGU è determinato sulla base della stima del valore in uso e sul confronto con il *fair value* meno i costi per la dismissione.

Il calcolo del valore netto contabile non comporta grandi difficoltà, visto che, in ipotesi, le attività in esame sono tutte attività che possono essere individuate in mercati attivi. Le attività difatti sono costituite da elementi omogenei, i compratori e i venditori disponibili possono essere trovati in qualsiasi momento e, infine, i prezzi sono disponibili al pubblico. Data questa situazione, in questa sede, si vuole incentrare la discussione nel calcolo del valore d'uso delle CGU.

Nella stima del valore d'uso è necessario procedere in due direzioni. In primo luogo è necessario individuare i flussi finanziari futuri della CGU, in secondo luogo si devono individuare i criteri da seguire nella costituzione del tasso di attualizzazione.

I flussi finanziari futuri sono costituiti da:

- flussi in entrata, derivanti dall'uso continuativo della CGU;

- flussi in uscita che sono necessariamente sostenuti al fine di ottenere i flussi finanziari in entrata e che possono essere direttamente attribuibili alla CGU.

Per ognuna delle tre attività si consiglia di impostare uno schema scalare simile a quello qui descritto al fine di riuscire ad identificare correttamente quali dati possono essere compresi nella analisi. Ogni flusso netto futuro da attualizzare risponde infatti ad un calcolo di questo tipo:

Flussi da attualizzare ai fini della determinazione del valore d'uso					
	anno 1	anno 2	anno 3	anno 4	anno 5
Ricavi dalle vendite
(materie prime e servizi)
(altri costi come manutenzione, costi comuni, etc..)
EBITDA dell'attività
(investimenti di mantenimento)
Flusso da attualizzare

Tab. 3: Prospetto di calcolo dei flussi finanziari futuri.

I valori compresi tra parentesi, sono da considerarsi numeri negativi, da sottrarsi al valore precedente.

Dallo schema sopra esposto si comprende come l'individuazione del flusso da attualizzare sia nella pratica un processo molto semplice e spesso usato, poiché corrisponde all'EBITDA (*Earnings before interest, taxation depreciation and amortization*) al netto degli investimenti di mantenimento.

Gli *impairment test* si basano normalmente sull'analisi e sull'attualizzazione dei flussi finanziari futuri che l'attività sarà in grado di generare in futuro. Tali flussi finanziari contengono una serie di ipotesi ed assunzioni su eventi futuri che hanno differenti probabilità di realizzarsi. Normalmente vengono unificate differenti ipotesi e probabilità in un unico scenario di previsione futura, mentre altre volte è possibile ipotizzare diversi scenari possibili specificando le probabilità che tali eventi/scenari accadano (approccio probabilistico).

Dunque, secondo tale approccio si cerca di dare informazioni sui flussi futuri di una CGU in relazione a differenti esiti o scenari possibili.

Nel caso in esame, in sede di acquisizione della società Beta da parte di Alfa, l'avviamento è stato allocato alle tre attività nel metodo descritto dalla Tab.1. Poiché le tre attività sono identificabili come tre unità generatrici di flussi finanziari differenti, ciascuna deve essere sottoposta a *impairment test* alla fine di ogni esercizio.

Durante l'esercizio 200X+3 però, in uno dei paesi dell'area dell'America Latina, viene approvata una nuova normativa che comporta notevoli restrizioni alle esportazioni da parte delle società ivi operanti. Questo evento, del tutto inaspettato e impreveduto, porterà ad una riduzione del 40% della produzione dell'attività in tale area geografica. Gli amministratori della società Alfa ritengono che tale evento possa generare una svalutazione sia nella CGU in questione che nella partecipazione di Beta in Alfa e decidono di procedere ad una ulteriore verifica del valore d'uso della CGU.

Per ipotesi si assume inoltre che:

1. le attività della CGU nell'area dell'America Latina hanno una vita utile globale di 12 anni e, per quanto già affermato nel paragrafo precedente⁴⁵ si procederà ad una analisi di impairment di durata pari alla restante vita utile delle attività al momento dell'analisi;
2. il valore residuo delle attività alla fine dei 12 anni sarà pari a zero;
3. per le stime dei prossimi cinque esercizi, sono stati predisposte previsioni di flussi finanziari in base ai budget più recenti e approvati dalla direzione della società Alfa;
4. le stime per i successivi esercizi sono calcolate secondo estrapolazioni delle proiezioni approvate dalla direzione della società Alfa sulla base di un tasso di crescita in calo. Si stima che al quinto esercizio il tasso di crescita sarà del 3%.
5. la quarta colonna rappresenta il fattore di attualizzazione k , che corrisponde ad un $Wacc$ pari al 15%.

Volendo rappresentare graficamente i risultati dell'attualizzazione dei flussi futuri si perviene ad una tabella così strutturata.

⁴⁵ Si veda *supra* a pag. 20, paragrafo "Alcune criticità."

Anno	Tasso di crescita di lungo periodo	Flussi finanziari futuri	Fattore di attualizzazione. (3)	Flussi finanziari futuri attualizzati (4)
200X+3		17.250	0,869565	15.000
200X+4		18.975	0,756144	14.348
200X+5		20.475	0,657516	13.463
200X+6		21.750	0,571753	12.436
200X+7		22.800	0,497177	11.336
200X+8	3% (1)	23.475(2)	0,432328	10.149
200X+9	-2%	23.025	0,375937	8.656
200X+10	-6%	21.675	0,326902	7.086
200X+11	-15%	18.375	0,284262	5.223
200X+12	-25%	13.800	0,247185	3.411
Valore in uso				101.108

Tab. 4: Prospetto calcolo flussi finanziari futuri CGU America Latina

(1) Il tasso di crescita di lungo periodo viene individuato solo per i periodi che vanno oltre il quinto di analisi, poiché prima di tale data lo IAS 36 permette di utilizzare gli stessi budget approvati dalla direzione. Ognuno dei tassi qui descritti sono stime previsionali

(2) Il risultato dei flussi finanziari fino all'esercizio 200X+7 sono frutto dei budget approvati dalla direzione. I successivi corrispondono al valore dei flussi finanziari dell'esercizio precedente, moltiplicato per il tasso di crescita di lungo periodo.

(3) Il fattore di attualizzazione è dato dal Tasso di attualizzazione (Wacc) attualizzato al presente. La formula utilizzata per attualizzare il Wacc è stata:

$$k = \frac{1}{(1 + Wacc)^n}$$

dove k è il fattore di attualizzazione, n è il periodo di attualizzazione.

(4) I flussi finanziari futuri attualizzati corrispondono al prodotto tra i flussi finanziari futuri (seconda colonna) moltiplicati per il fattore di attualizzazione (terza colonna).

Dalla tabella si nota come il valore in uso di tale attività sia pari a € 101.108, cifra ben al di sotto del valore imputato a tale CGU nella Tab.1. L'attività in America Latina era stata valutata €150.000 di cui €45.000 di avviamento, mentre il suo fair value alla data dell'impairment test si attesta, secondo le stime del mercato attuale, a circa €100.000. Al momento in cui è stato svolto l'impairment test il valore netto contabile della CGU in

questione è pari a €132.500, valore che deriva dal valore iniziale (€150.000) a cui sono stati sottratti i due esercizi di ammortamento maturati ($105.000/12 \times 2=17.500$).

La situazione è così rappresentata:

Valore contabile	132.500
<hr/>	
Prezzo netto di vendita <i>(fair value)</i>	100.000
<hr/>	
Valore in uso	101.108
<hr/>	

Tab. 5: Riepilogo dei valori risultanti dall'impairment test.

Lo IAS 36 definisce chiaramente che l'*impairment test* confronta il valore netto contabile di ogni attività con il suo valore recuperabile, definibile come il maggiore tra il prezzo netto di vendita e il *fair value*, e, se quest'ultimo è inferiore, si deve procedere ad una svalutazione di tale attività.

Nel caso in esame il valore recuperabile corrisponde al valore in uso. Esso è sensibilmente più basso del valore contabile della CGU, per questo motivo si dovrà procedere ad una svalutazione in conto economico di euro 31.392. Si ricorda che tale svalutazione deve essere prioritariamente attribuita all'avviamento che, essendo iscritto a bilancio, per tale attività, per un importo pari a euro 45.000, assorbirà l'intera perdita.

La situazione a fine esercizio 200X+3 vedrà un valore contabile pari a €101.108 e una svalutazione in conto economico pari a €31.392. Il valore dell'attività sarà di €87.500 (valore netto ammortizzato) al quale si somma la quota di avviamento pari a €13.608.

2.3. L'avviamento

L'avviamento è una delle componenti di bilancio di più complicata definizione, non solo perché lo stesso codice civile rinuncia a chiarirne il concetto, ma anche e soprattutto perché esso ha una natura di tipo residuale. Esso è definibile come "*l'attitudine di un'azienda*

*a produrre utili in misura superiore a quella ordinaria*⁴⁶ e può derivare da alcuni fattori specifici o da incrementi di valore del complesso dei beni che porta l'impresa ad avere un valore maggiore rispetto alla somma dei singoli beni. Ciò accade perché il coordinamento funzionale tra i beni a disposizione dell'impresa può generare maggiori flussi futuri rispetto ai flussi che deriverebbero dai beni medesimi presi singolarmente.

L'avviamento può essere di due tipi:

- originario, ossia generato internamente;
- derivativo, ossia acquisito a titolo oneroso.

Nel primo caso l'avviamento è il frutto di una gestione aziendale efficiente ed efficace sia del complesso dei beni aziendali che nella gestione delle risorse umane. L'avviamento generato internamente⁴⁷ non può essere né iscritto nel bilancio d'esercizio né tanto meno capitalizzato. Ciò dipende da una duplice motivazione: da un lato perché esso non è un onere né un costo ad utilità differita nel tempo (uno dei requisiti cardine per poter iscrivere un elemento nello stato patrimoniale), da un altro lato perché il valore iscrivibile corrisponderebbe ad una attualizzazione di un flusso futuro di utili sperati.

Nel secondo caso l'avviamento deriva da una acquisizione di una azienda o di una partecipazione, o, in alternativa, da azioni di conferimento, fusione o scissione. Questa è l'unica forma di avviamento che può essere iscritta a bilancio poiché risponde a quanto specificato dal codice civile⁴⁸: *“l'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso, ove esistente, del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto (...).”*

Poiché l'avviamento originario non può essere capitalizzato e quindi non trova rappresentazione nel bilancio d'azienda, l'unico avviamento che verrà considerato nel presente lavoro sarà il *“goodwill arising on acquisition”*, così come definito dall'IFRS 3⁴⁹. Di conseguenza quando si userà il termine “avviamento” si considererà questa categoria.

Una seconda distinzione sull'avviamento può essere effettuata quando si è in presenza di avviamento “positivo” (*goodwill*) o avviamento “negativo” (*badwill*). Il primo si ha nel caso in cui, in sede di acquisizione di partecipazione o di impresa, viene corrisposto un valore

⁴⁶ Principio contabile 24, *Immobilizzazioni immateriali*, pubblicato il 30 maggio 2005 dall'OIC (Organismo Italiano di Contabilità), pag. 35.

⁴⁷ Così definito dal principio contabile internazionale n. 38, *“Intangible assets”*

⁴⁸ Art. 2426 c.c., comma 1 n.6.

⁴⁹ Il termine *acquisition* in inglese ha il duplice significato sia di acquisizione di azienda che di partecipazione di controllo che di operazioni di fusione, scissione, conferimento.

in denaro maggiore rispetto a quello che è il valore della partecipazione o dell'insieme dei beni materiali e immateriali dell'impresa stessa. Eccezion fatta per quei casi in cui sia da imputare a motivazioni diverse, tale differenza corrisponde all'avviamento che viene descritto sia dagli IAS che dai principi contabili nazionali. Il *badwill* d'altro canto rispecchia esattamente la situazione opposta, ossia quando il prezzo corrisposto per l'acquisto della partecipazione (o della proprietà dell'impresa stessa) è minore della somma dei beni che costituiscono l'impresa.

I paragrafi 36 e ss. dello IFRS 3⁵⁰ descrivono il metodo di individuazione, nelle varie ipotesi possibili, del valore dell'avviamento da contabilizzare in stato patrimoniale. Essendo l'avviamento un valore residuale, questo è individuabile come una sottrazione tra due componenti. La prima componente è data dalla somma algebrica di:

- corrispettivo trasferito dall'acquirente al venditore al valore del *fair value* alla data di acquisizione;
- valore di eventuali partecipazioni minoritarie nell'acquisita, detenute dall'acquirente, misurato normalmente al valore del *fair value* o, in mancanza, al valore del costo storico della partecipazione non di controllo già detenuta;
- in caso di aggregazione per fasi (la cui disamina verrà svolta in modo più approfondito successivamente), il *fair value* alla data di acquisizione delle partecipazioni precedentemente detenute dall'acquirente nel patrimonio netto dell'entità acquisita.

La seconda componente invece corrisponde al valore netto delle attività e passività identificabili e oggetto di acquisizione misurato in base al *fair value* alla data di acquisizione.

Affinché possa essere definito tale, l'avviamento deve possedere tre caratteristiche. La mancanza di una sola delle tre caratteristiche comporta che il valore residuale che si è andato formando tra le due componenti sopra descritte non possa essere iscritto a bilancio. Le tre caratteristiche sono:

- a) deve essere originariamente costituito da oneri e costi ad utilità differita che portano e garantiscono benefici economici futuri;
- b) il valore di tale differenza deve essere quantificabile;
- c) non può essere considerato separatamente dal complesso aziendale, né tanto meno come un bene immateriale a sé stante, oggetto di diritti e rapporti.

⁵⁰ Paragrafo intitolato: "Allocazione del costo di un'aggregazione aziendale alle attività acquisite e alle passività e passività potenziali assunte", dello IFRS 3, "Aggregazioni aziendali".

Questo comporta che l'avviamento sia considerato come un'attività immateriale atipica, in quanto una delle caratteristiche più importanti per gli *intangible assets* è quella di avere “una propria identificabilità ed individualità e di essere rappresentati da diritti giuridicamente tutelati”⁵¹.

Appurato che in sede di acquisizione di una azienda o di una partecipazione, sussistono tutte e tre le caratteristiche sopra descritte, si deve procedere ad una corretta rilevazione del *goodwill* o del *badwill*. Spesso accade che la differenza tra il costo d'acquisizione rispetto al valore corrente dei beni e degli altri elementi patrimoniali acquisiti venga considerata come avviamento, quando in realtà esso può essere generato da altri fattori o da altre attività immateriali. “(...) Non di rado gli amministratori che procedono alla cosiddetta purchase price allocation (...) tendono a non contabilizzare in maniera separata talune immobilizzazioni immateriali, acquisite nel processo di aggregazione aziendale, anche se esse appaiono identificabili e, pertanto, valutabili singolarmente in base ad apposita perizia indipendente. In questi casi la voce che viene ‘alimentata’, nel bilancio che risulta dopo l'aggregazione aziendale, è l'avviamento, che potrebbe, pertanto, risultare sopravvalutato. In questo modo la rappresentazione complessiva del patrimonio aziendale, nel caso specifico per quanto concerne il lato delle attività, risulterebbe non precisa, ancorché per ovvie ragioni, le attività complessive non risulterebbero sopravvalutate, essendo la loro somma uguale per entrambe le modalità di classificazione.”⁵²

Tali errori si ripercuotono in modo più significativo a livello di conto economico. Al contrario di quello che viene previsto dai principi contabili nazionali⁵³, nello IAS 38⁵⁴ si specifica che l'avviamento, per chi stila il bilancio secondo i principi contabili internazionali, è una attività a vita utile indefinita e pertanto non soggetta ad ammortamento. Poiché tale attività non viene ammortizzata anno dopo anno, lo IAS 36⁵⁵ prevede che essa debba essere soggetta al test di *impairment* ogni volta si ritenga che sussistano i presupposti per una riduzione durevole di valore o almeno una volta ogni esercizio. Si comprende come una errata rilevazione e contabilizzazione degli importi che emergono dalle acquisizioni, come

⁵¹ Si veda Principio contabile 24, *Immobilizzazioni immateriali*, pubblicato il 30 maggio 2005 dall'OIC (Organismo Italiano di Contabilità), pag. 6.

⁵² Articolo “*IFRS: se l'avviamento è ammortizzabile non è 'vero'*”, a cura di Mezzabotta Claudia, *Bilancio e reddito d'impresa*, numero 6 del 2011, p. 39.

⁵³ Principio contabile 24, *Immobilizzazioni immateriali*, pubblicato il 30 maggio 2005 dall'OIC (Organismo Italiano di Contabilità), pag. 37.

⁵⁴ Principio contabile internazionale n. 38, “*Intangible assets*” Parr. 107-110.

⁵⁵ Principio contabile internazionale n. 36, “*Riduzione durevole di valore delle attività*” Par 1.

avviamento invece che come immobilizzazioni immateriali alternative, possa avere notevoli ripercussioni sia a livello puramente contabile che a livello fiscale.

Sul piano operativo lo IAS 36⁵⁶ specifica quale sia il percorso più adatto da utilizzare in caso di *impairment test* su una CGU alla quale è stato allocato avviamento. Se una CGU ha subito una perdita durevole di valore e se l'avviamento ad essa associato è rilevato in bilancio, bisogna effettuare un *bottom-up test*. Qualora non sia possibile ripartire in modo ragionevole il valore contabile dell'avviamento all'unità generatrice di flussi finanziari, allora sarà necessario procedere ad un ulteriore test, il *top-down test*.

- Il *bottom-up test* consiste nell'identificare se il valore contabile dell'avviamento può essere ripartito in base a un criterio ragionevole e coerente sull'unità generatrice di flussi finanziari in oggetto e confrontare il valore recuperabile dell'unità generatrice di flussi finanziari con il valore contabile (incluso il valore contabile dell'avviamento ripartito, qualora esista) e rilevare qualsiasi perdita durevole di valore.
- Il *top-down test* consiste nell'identificare l'unità generatrice di flussi finanziari più piccola di cui fa parte l'unità generatrice di flussi finanziari in oggetto e alla quale il valore contabile dell'avviamento può essere imputato secondo un criterio ragionevole e coerente (la più grande CGU); e comparare il valore recuperabile dell'unità generatrice di flussi finanziari più grande con il valore contabile (incluso il valore contabile dell'avviamento ripartito) e rilevare qualsiasi perdita durevole di valore.⁵⁷

Vi è infine un'ultima distinzione importante da effettuare quando si parla di avviamento (*goodwill*). Tale distinzione viene effettuata tra il *full* e il *partial goodwill*, e la si ottiene soltanto in presenza di interessi di minoranza, ossia quando, in sede di acquisizione di imprese o rami di imprese, non si è proceduto all'acquisizione in via totalitaria.

L'IFRS 3 descrive due modalità diverse per valutare gli interessi di minoranza:

- a) come percentuale del *fair value* netto delle attività e passività identificabili acquisite al momento dell'aggregazione;
- b) come percentuale del valore economico complessivo dell'entità oggetto di acquisizione, stimato considerando, oltre al *fair value* delle attività e passività identificabili trasferite, anche la capacità di produrre reddito in futuro, ossia

⁵⁶ Principio contabile internazionale n. 36, "Riduzione durevole di valore delle attività" Parr. 80 e ss..

⁵⁷ "I nuovi principi contabili internazionali", a cura di S. Andolina, Simone SPA, 2004.

considerando anche l'avviamento complessivo attribuibile all'azienda nella sua totalità.

Ciò detto, a seconda delle modalità di calcolo del valore degli interessi di minoranza, si potranno avere diversi valori per il *goodwill* rilevato nell'acquisizione: se gli interessi di minoranza sono valutati come percentuale di loro pertinenza del *fair value* delle attività e passività identificabili trasferite nell'aggregazione, l'avviamento corrisponderà alla differenza tra il prezzo pagato e il *fair value* delle attività acquisite relativo alla quota da lui stesso acquisita. L'avviamento includerà di conseguenza soltanto il punto di vista dell'acquirente e verrà iscritto a bilancio sotto forma di *partial goodwill*⁵⁸. Nel caso in cui si utilizzi il secondo metodo per la valorizzazione degli interessi di minoranza, ossia come percentuale di loro pertinenza del valore economico complessivo dell'entità oggetto di acquisizione, l'avviamento da iscrivere a bilancio corrisponderà al plusvalore complessivo attribuibile all'intera entità acquisita, ossia alla capacità complessiva di produrre risultati economici in futuro, stimata alla data di aggregazione. L'avviamento così calcolato sarà definito *full goodwill*.

La crisi che ha colpito i mercati finanziari dal 2008 e che tutt'ora non accenna a rallentare, ha portato i *regulators* a rivedere e modificare i procedimenti operativi che si erano instaurati nel corso degli anni sul calcolo dell'*impairment test* sull'avviamento, per poter includere nei calcoli i rischi di natura sistematica che sono insorti. Nel prossimo capitolo si procederà ad effettuare una analisi approfondita di come queste metodologie si siano modificate e di come sia suggerito muoversi per procedere ad una corretta identificazione del valore residuo delle attività intangibili.

⁵⁸ Questa soluzione è quella in linea con i principi contabili nazionali.

Capitolo 3: L'impatto della crisi sul test di *impairment* dell'avviamento

A gennaio del 2012 l'Organismo Italiano di Valutazione (d'ora in avanti OIV)⁵⁹ ha pubblicato un documento ufficiale, ancora in versione di *exposure draft*, che affronta in maniera estremamente analitica ma sicuramente esaustiva, il problema dell'*impairment test* in un contesto caratterizzato dalla esistenza di diffusi segnali esogeni di perdita di valore.

L'attuale congiuntura economica ha reso la verifica della perdita durevole di valore delle attività (materiali ed immateriali) iscritte nello stato patrimoniale, sempre più importante. L'*impairment test* è un processo che, nella teoria, può apparire anche relativamente semplice ma che, nella pratica, richiede la conoscenza e l'applicazione di regole e di formule matematico/finanziarie tutt'altro che semplici. La crisi finanziaria che è esplosa dal 2008 ha comportato una sempre maggiore attenzione nell'individuazione e nella quantificazione delle variabili chiave che stanno alla base dei metodi di calcolo del suddetto test.

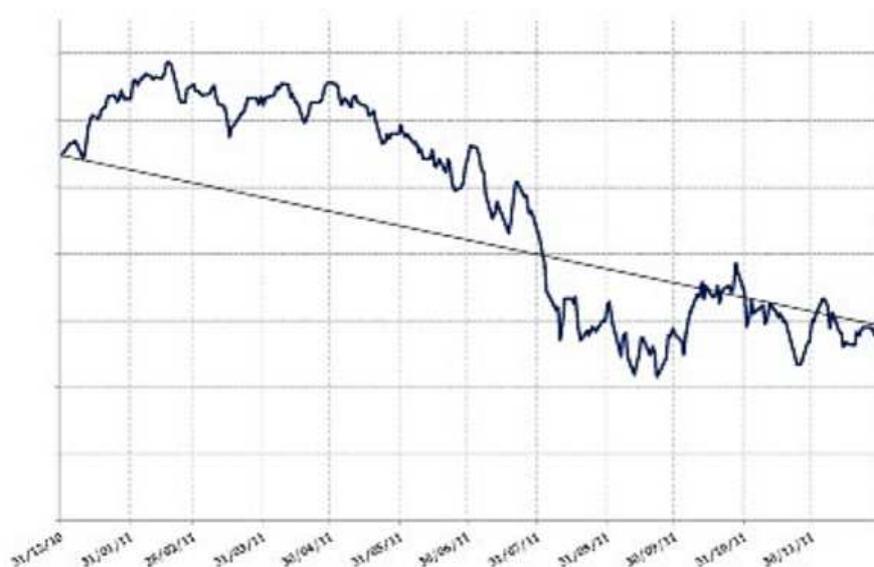
Indipendentemente da chi svolge il controllo del valore recuperabile delle unità generatrici di flussi (se all'interno della società o affidate a terzi), l'organo amministrativo dovrà svolgere un controllo attento e consapevole dell'operato, soprattutto in presenza di segnali esogeni di perdita di valore. Per definizione si precisa che con il termine "crisi" si vuole rappresentare una situazione economico-finanziaria globale nella quale sono presenti contemporaneamente quattro indicatori esterni che ingenerano una presunzione di *impairment*. I quattro indicatori sono:

- a) valore di mercato significativamente diminuito
- b) cambiamenti significativi nell'ambiente economico e di mercato
- c) aumento dei tassi di mercato finanziario che possono influenzare il calcolo del tasso di sconto nel test
- d) un rapporto tra quotazione di borsa e patrimonio netto contabile sensibilmente inferiore al valore del precedente *impairment test*.

⁵⁹ L'operato dell'Organismo Italiano di Valutazione, la sua storia e i lavori che da esso vengono svolti, sono reperibili all'indirizzo web: <http://www.fondazioneoiv.it/>

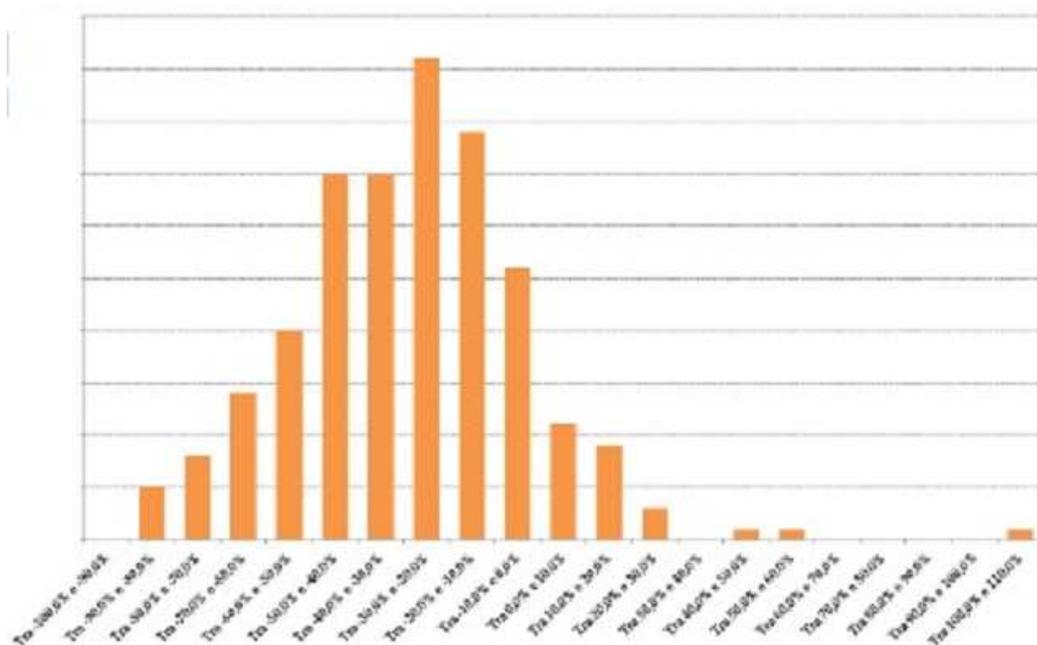
Nel corso dell'esercizio 01.01.2011 – 31.12.2011 tutti e quattro tali indicatori sono risultati presenti nell'economia globale. In questo periodo l'indice di borsa *FTSE Italy All Share* ha visto il proprio valore diminuirsi del 24% nel corso del secondo semestre,

Graf. 1: Dinamica dell'indice All Share nel 2011



mentre la media delle società italiane quotate in borsa (e che quindi per legge sono obbligate a stilare il bilancio secondo i principi contabili internazionali) si attesta tra una perdita di valore nel listino di borsa che oscilla tra il 20% e il 50%.

Graf. 2: Distribuzione delle società quotate italiane per classi di variazione della quotazione nel corso del 2011

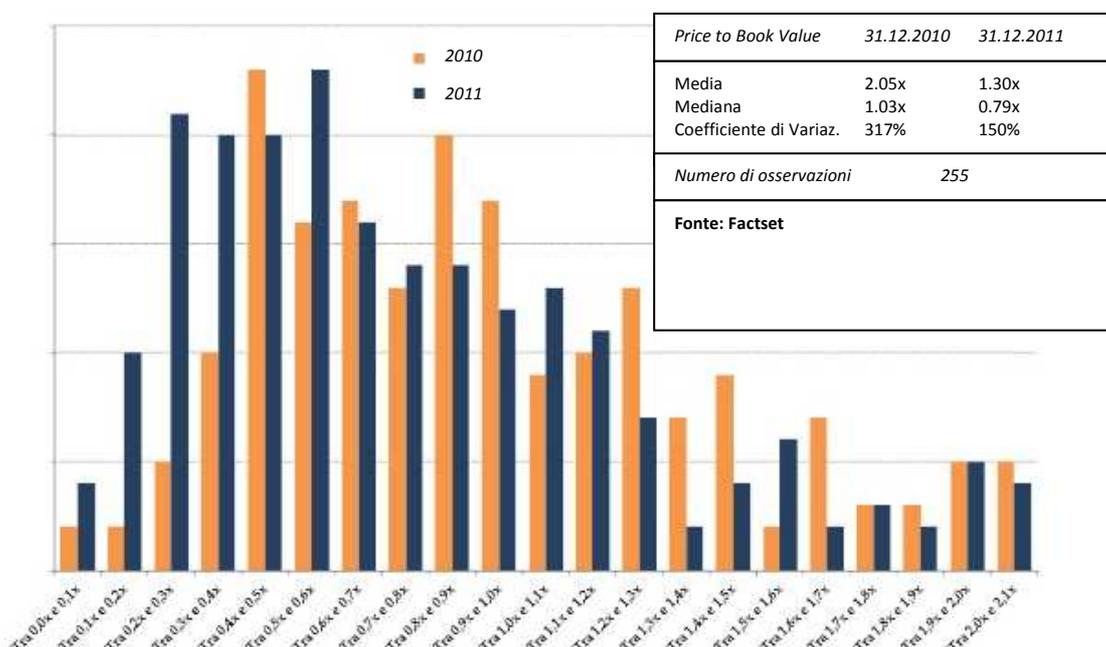


Inoltre è indubbio come vi siano stati dei significativi cambiamenti nell'ambiente economico e del mercato in cui le imprese operano: il prodotto interno lordo del nostro paese, nel corso degli ultimi esercizi e le proiezioni per il medesimo indice per gli esercizi successivi hanno subito un forte calo.

Tab. 6: Previsioni della crescita del Pil (fonte Consensus Economics) ad aprile e ad ottobre 2011

Crescita PIL reale		
Periodo	Data di riferimento della stima	
	Aprile 2011	Ottobre 2011
2011	1,00%	0,70%
2012	1,10%	0,00%
2013	1,00%	0,40%
2014	1,10%	0,70%
2015	1,30%	1,10%
2016	1,30%	1,10%
2017-2021	1,00%	1,00%

Tra i quattro indicatori sopra esposti, quello sicuramente più significativo è quello di cui al punto d): nel corso di un solo anno (differenza tra esercizio terminato al 31.12.2010 e esercizio terminato al 31.12.2011) le società italiane quotate in borsa con un rapporto tra quotazione e patrimonio netto contabile inferiore a 1 sono aumentate notevolmente.



Graf. 3 Distribuzione delle società quotate italiane per classi di multiplo Prezzo/Book value al 31.12.2010 ed al 31.12.2011

In un tale contesto economico, le società vengono spinte alla presunzione che le loro attività subiscano una perdita di valore. Tali presunzioni di *impairment* hanno natura prevalentemente esogena e sono di natura sistematica. Si comprende come questa sia una situazione assolutamente non ordinaria, in quanto solitamente le presunzioni di riduzione di valore dipendono da rischi specifici che riguardano l'azienda nel suo insieme e sulla base del suo operato. Solitamente, difatti, attraverso una riduzione da *impairment test* le società prendono atto e rendono pubblico il non poter più realizzare gli obiettivi che essi stessi avevano precedentemente fissato.

3.1. Indicatori di presunzione di perdita durevole di valore

Tra gli indicatori di presunzione di *impairment*, quello più significativo e che deve essere tenuto più in considerazione è sicuramente quando il *price to book ratio* è minore di 1. Ciò accade quando la capitalizzazione di borsa ha un valore minore rispetto al valore del patrimonio netto. In formula:

$$\frac{P}{B} \text{ratio} = \frac{\text{Valore di borsa}}{\text{Valore del Patrimonio Netto}}$$

Di per sé avere un *price to book ratio* minore di 1 non necessariamente comporta una perdita di valore delle attività immateriali, ma se associato ad una capitalizzazione di borsa in forte riduzione dalla data dell'ultimo controllo sul valore degli *asset*, le prove diventano importanti. Vi è il presupposto di fondo, in tali situazioni, che il mercato finanziario può anche eccedere nell'intensità della correzione del valore di borsa, ma non sbaglia ad indicare la direzione. Ciò implica che la società che si trova in una situazione come quella poc'anzi descritta dovrà procedere al test di *impairment* e valutare se sia il caso di procedere ad una iscrizione a bilancio di una riduzione di valore duratura delle attività intangibili.

Infine, un ultimo indicatore *market based*⁶⁰ è dato dal tempo che è intercorso da quando il valore delle azioni è sceso sotto il valore del patrimonio netto contabile. Una società che subisce un forte e drastico calo del valore del proprio capitale di borsa (direzione), tale che questo scenda sotto il valore del patrimonio netto (*price to book ratio*) e che tale

⁶⁰ Con il termine *market based* ci si riferisce a tutti quegli indicatori che derivano dalla valutazione che il mercato finanziario dà alla società in questione. Essi sono infatti basati sul mercato del capitale del rischio.

situazione sia molto prolungata nel tempo (durata), si ritrova di fronte ad un segnale di presunzione di perdita di valore delle proprie attività molto forte.

Il motivo per cui la crisi possa portare le società a dover svolgere un *impairment test*, e spesso a prendere atto di una perdita durevole di valore degli *intangible assets*, è legato ad una serie di cause:

- si è formato un *gap* tra reddito corrente e reddito normale a regime. Ciò è dovuto al fatto che la crisi finanziaria ha generato nelle attività che producono il valore aggiunto (*value drivers*) uno stato di obsolescenza non recuperabile a breve termine;
- questo *gap* è definibile come “strutturale” poiché il tempo necessario a recuperare tale differenza e ripristinare una situazione di equilibrio è in dubbio;
- per recuperare il *gap* sono necessari investimenti che comportano notevoli rischi.

Ci si può chiedere, in contesti come quello attuale, se la capitalizzazione di borsa possa necessariamente essere riferibile a tutte le categorie di immobilizzazioni presenti nello stato patrimoniale e, più precisamente, se possa riflettersi sul valore recuperabile dell'avviamento. Spesso il valore di borsa esprime il valore di mercato che hanno le azioni di minoranza mentre il valore recuperabile deve essere calcolato nella prospettiva di colui che detiene il controllo. Ciò comporta la necessità di far riconciliare i valori di capitalizzazione di borsa con il valore recuperabile calcolato ai fini dell'*impairment test*⁶¹.

La differenza tra *fair value* e valore delle azioni sul mercato finanziario trova spiegazione nel premio di controllo. È tuttavia plausibile che non tutta la differenza tra i due valori trovi spiegazione nel premio di controllo. In ogni caso è fondamentale portare a supporto della stima del *fair value* una documentazione esauriente⁶². In ipotesi di poter far riconciliare anche il *fair value* con il valore d'uso, si comprende come in taluni casi sia possibile riconciliare il valore del valore recuperabile direttamente con il valore di borsa. Ciò è possibile se, in fase di riconciliazione, si tiene conto che il valore equo esclude le sinergie che la specifica entità che detiene il controllo delle attività è in grado di realizzare e se si tiene conto che il valore d'uso debba essere calcolato escludendo gli eventuali piani di ristrutturazione nei quali l'impresa ancora non si sia impegnata.

⁶¹ Il prezzo delle azioni di una società è calcolato attraverso una configurazione di valore diversa rispetto al valore d'uso e al *fair value*. Ciò non implica però che da essa occorra prescindere.

⁶² Si legga a riguardo il *Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide* ai paragrafi 3.95-3.97. http://www.clairent.com/Newsfeed/Working_Draft_AICPA_Guide_-_Testing_Goodwill_for_Impairment_%2811.04.11%29.pdf

Può accadere che in alcune circostanze i valori rappresentati dal mercato finanziario siano sottostimati rispetto al valore reale del patrimonio netto dell'impresa. Il valore di borsa dipende non solo dall'economia reale che soggiace alla realtà in questione, ma può subire forti variazioni per motivi di decisioni soggettive effettuate da parte degli operatori. A tal proposito si vuole precisare che per quanto sia assodato che il mercato finanziario possa eccedere nella correzione di valore, esso però non sbaglia ad indicare la direzione in cui tale valore stia volgendo.

Oltre ai tre indicatori *market based* elencati precedentemente, esistono una serie di ulteriori fattori che possono fornire una evidenza consistente dell'esigenza di rilevare una perdita di *impairment*. Questi fattori sono sia di natura esogena che endogena e sono strettamente legati al contesto di crisi strutturale nel quale la società si ritrova. Si può prendere atto di tali indicatori leggendo la guida pubblicata dal FASB nell'ASU (Accounting Standard Update) dell'agosto del 2011. Si riporta in seguito il testo originario del paragrafo 350-20-35-3C:

“a. Macroeconomic conditions such as a deterioration in general economic conditions, limitations on accessing capital, fluctuations in foreign exchange rates, or other developments in equity and credit markets.

b. Industry and market considerations such as a deterioration in the environment in which an entity operates, an increased competitive environment, a decline in market-dependent multiples or metrics (consider in both absolute terms and relative to peers), a change in the market for an entity's products or services, or a regulatory or political development.

c. Cost factors such as increases in raw materials, labor, or other costs that have a negative effect on earnings and cash flows.

d. Overall financial performance such as negative or declining cash flows or a decline in actual or planned revenue or earnings compared with actual and projected results of relevant prior periods.

e. Other relevant entity-specific events such as changes in management, key personnel, strategy, or customers; contemplation of bankruptcy; or litigation

f. Events affecting a reporting unit such as a change in the composition or carrying amount of its net assets, a more-likely-than-not expectation of selling or disposing all, or a portion, of a reporting unit, the testing for recoverability of a significant asset group within a reporting

unit, or recognition of a goodwill impairment loss in the financial statements of a subsidiary that is a component of a reporting unit

g. If applicable, a sustained decrease in share price (consider in both absolute terms and relative to peers).”⁶³

Si comprende come la presenza contemporanea di più indicatori, assommata alla variazione in diminuzione della quotazione di borsa dei titoli della società, diventi una prova consistente della necessità di svolgere un *impairment test* anche se da esso può risultare un valore recuperabile ancora superiore o pari al valore contabile delle attività immateriali. Nel qual caso ciò accada, è compito dell'organo amministrativo giustificare approfonditamente in nota integrativa le ragioni per cui, nonostante il calo del valore della capitalizzazione di borsa, non si debba procedere alla rilevazione di un *impairment loss*⁶⁴. Per poter avere una conferma ulteriore di questa affermazione, all'organo amministrativo è richiesto di svolgere un test di *impairment* di secondo livello, così com'è espresso dallo stesso IAS 36⁶⁵. Con tale termine si fa riferimento alla stima del valore recuperabile delle attività nette dell'entità nella sua interezza, confrontato con il valore contabile del patrimonio netto contabile della società stessa.

Da quanto si può leggere nel principio contabile internazionale si comprende come possano esistere realtà aziendali che potrebbero avere ben più di due livelli di *impairment*. Ciò accade quando tale realtà aziendale è strutturata su più livelli (*holding, subholding, società operative*) e presenti contemporaneamente costi che non vengono allocati alle CGU in sede di *impairment* di primo livello ma che sono imputabili all'entità nel suo complesso. Così come potrebbero esserci costi non allocabili all'entità in sede di test di secondo livello ma che sono imputabili alla holding.

Ai fini dell'*impairment test* di secondo livello l'unità su cui verrà effettuato il test è l'entità nel suo insieme e quindi la recuperabilità del patrimonio netto deve essere valutata mettendo a confronto il valore contabile di gruppo con il valore recuperabile complessivo. Il

⁶³ L'ASU 2011-08 può essere letto all'indirizzo web:

<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175822937733&blobheader=application/pdf>

⁶⁴ Tra le concause per cui ciò può accadere, si citano a solo titolo di esempio:

- i) una probabile iper-reazione del mercato finanziario alla situazione specifica causata da timori diffusi;
- ii) diversi orizzonti temporali, legati a diverse configurazioni di valore nonché ad una diversa struttura finanziaria. Anche l'utilizzo di diversi *value drivers* nel calcolo dei valori contabile, recuperabile e capitalizzazione di borsa
- iii) particolarità nella struttura del gruppo.

⁶⁵ Principio contabile internazionale n. 36, "Riduzione durevole di valore delle attività" Par 102.

valore recuperabile complessivo può essere ottenuto per somma di parti o attraverso una valutazione dell'entità come un'unica unità generatrice di flussi di cassa.

Nel caso in cui, dopo aver svolto anche l'*impairment test* di secondo livello, si evidenziasse che il valore recuperabile delle attività dell'entità risulta ancora superiore al valore contabile nonostante vi siano numerosi indicatori di presunzione di perdita di valore, si procederà ad una descrizione dettagliata del percorso svolto e si motiverà il risultato così ottenuto.

3.2. La crisi e l'insostenibilità dei piani aziendali.

Il test sulla perdita durevole di valore delle attività dell'impresa, quando ne evidenzia una riduzione, comporta la presa di coscienza da parte dell'entità di non poter più raggiungere gli obiettivi che erano stati fissati in precedenza. Ciò comprende anche l'impossibilità di sostenere i piani economico-finanziari che erano stati predisposti in un contesto di crescita economica stabile come quello che ha caratterizzato l'inizio del nuovo millennio. La crisi ha portato una forte variabilità nei mercati finanziari e nelle quotazioni di borsa e, conseguentemente, anche l'impossibilità da parte del *management* di fare previsioni affidabili basate sulle performance storiche. Ciò è causato dal manifestarsi contemporaneo di molteplici effetti negativi, tra cui:

- una prospettiva di crescita sensibilmente ridotta e una conseguente difficoltà di previsione nel breve periodo;
- l'eventualità di non realizzare i piani sia dal punto di vista operativo che sotto l'aspetto finanziario, con conseguente aumento del premio per il rischio richiesto dal mercato degli investitori;
- una maggiore incertezza delle variabili chiave che si ripercuote sugli input utilizzati nel calcolo dei flussi finanziari e nel calcolo del tasso di attualizzazione.

Questi effetti negativi comportano la necessità di apporre delle modifiche al calcolo dell'*impairment test*. Per poter rappresentare tali effetti all'interno delle modalità di calcolo, si può procedere in diverse direzioni: si può ad esempio utilizzare una maggiore prudenza nel calcolo dei piani, oppure far ricadere il peso dell'incertezza del mercato finanziario diminuendo il tasso di crescita g previsto per i test calcolati in periodi oltre i cinque anni.

Non è infrequente, in un contesto come l'attuale, avendo a disposizione numerosi percorsi alternativi per rispondere matematicamente al conteggio del valore delle attività

immateriale dell'impresa, compiere errori di calcolo aggiungendo ripetutamente il rischio. Il suggerimento più diffuso da parte delle riviste di settore, in situazioni come queste, è quello di non generare un processo in cui i diversi attori che costruiscono i dati necessari per il calcolo dell'*impairment test* attribuiscono il rischio dato dal contesto di crisi a più di un input. Il rischio di *double counting* è sicuramente molto alto ed è necessario che sia sempre chiara la finalità del test.

Un passo preliminare che è necessario effettuare prima di descrivere in modo più approfondito il trattamento del rischio e il metodo più corretto da applicare a seconda della realtà aziendale specifica, è l'analisi della sostenibilità dei piani formulati dal *management*.

Risulta evidente che in linea di principio i piani devono essere sostenibili sia operativamente che finanziariamente. Può accadere che quando si ingenera un contesto di crisi strutturale e radicato come quello attuale, alcune variabili chiave utilizzate per la formulazione dei piani subiscano delle variazioni impreviste. Ciò comporta la necessità di riformulare i piani aziendali per adattarli alla realtà mutevole attuale.

Il fallimento dei piani aziendali sui quali erano stati effettuati gli *impairment test* degli esercizi precedenti modifica le ipotesi alla base del calcolo stesso. Ciò implica che indipendentemente dal motivo per cui i piani aziendali falliscono e diventano insostenibili, non si possa più fare affidamento al calcolo delle attività soggette ad *impairment* con il metodo del valore d'uso⁶⁶. Ciò è confermato anche dallo IAS 36, quando specifica che: “*i flussi finanziari utilizzati per misurare il valore d'uso devono essere fondati su presupposti ragionevoli e sostenibili*”. Poiché non è utilizzabile il metodo del valore d'uso, si deve fare riferimento, nel calcolo di eventuali perdite di valore degli *asset*, al metodo del prezzo netto di vendita.

Qualora il piano sia invece sostenibile, è sempre consigliato modificare le ipotesi di fondo (*assumptions*) con il fine di individuare gli effetti che tali modifiche possono avere nello scenario che si prende in considerazione nel calcolo dell'*impairment*.

Un piano può essere insostenibile sia sotto il profilo operativo che sotto il profilo finanziario. Nel primo caso il fallimento del piano programmato non dipende direttamente dall'operato dell'impresa, anche se non è corretto esimersi la stessa da ogni responsabilità. La sostenibilità dei piani economici dell'impresa viene a mancare a causa delle mutate variabili

⁶⁶ L'IVS 300 afferma che: “*Value in use is specific to the entity as it reflects the cash flows that the entity expects to obtain from continuing use of the asset over its anticipated useful life, including any proceeds from its ultimate disposal.*”

macroeconomiche del settore, del modello di business della CGU o di un gruppo di CGU. Nel secondo caso un piano diventa insostenibile quando la società si trova a dover fronteggiare una situazione di forte illiquidità oppure quando non può più coprire i debiti a breve termine a scadenza.

Come già accennato in presenza di una casistica nella quale i piani non sono sostenibili, si può fare affidamento soltanto al calcolo delle attività con il metodo del *fair value*. Per poter fare ciò si presuppone che ci siano dei partecipanti al mercato che abbiano l'intento di acquistare la CGU in questione e che possano far fronte ad un piano di risanamento assicurando la sostenibilità del piano stesso in presenza di un adeguato tasso di rendimento.

La stima del valore equo deve considerare il “maggior e miglior uso⁶⁷” che un potenziale acquirente⁶⁸ di un ipotetico mercato potrebbe ottenere dall'attività in questione. Allo stesso momento però il *fair value* non deve riflettere il fatto che l'entità possa ritrovarsi in una situazione in cui le sarebbe necessario dismettere l'attività poiché così facendo rischierebbe di sottovalutare il valore della CGU. Si può facilmente comprendere come la stima del valore equo, nel caso in cui non vi siano offerte concrete, generi un livello di astrazione notevole e spesso altamente complesso, tale da causare un elevato stato di incertezza. Per poter compensare questa mancanza è consigliabile utilizzare il metodo dell'*income approach*⁶⁹ e apportarne alcune rettifiche con l'obiettivo di rendere tale metodo il più aderente possibile alla realtà e al contesto attuale nel quale la società si trova⁷⁰.

⁶⁷ Traduzione letterale di *Highest and Best Use* (spesso utilizzato con l'acronimo di HBU), descritto nell'IFRS 13 – “*Fair Value Measurement*” – al paragrafo 28 e seguenti, definito come: “*The highest and best use of a non financial asset takes into account the use of the asset that is physically possible, legally permissible and financially feasible...*”

⁶⁸ Non si deve procedere ad una individuazione del soggetto specifico che potrebbe procedere all'acquisto e all'utilizzo della CGU, ma è opportuno comunque individuare una classe di potenziali acquirenti che potrebbero beneficiare dell'attività e sfruttarla nel suo HBU.

⁶⁹ Esistono diverse tecniche che possono essere usate per misurare il *fair value* così come descritto dagli IAS/IFRS. Tra i quali: *market approach*, *income approach* e *cost approach*. L'*income approach* è una tecnica che prevede l'attualizzazione di flussi di cassa o entrate e uscite future. Questo metodo riflette le reali aspettative che il mercato ha attualmente riguardo a questi flussi futuri.

⁷⁰ Le rettifiche suggerite dall'OIV in questo contesto sono di: inserire gli oneri necessari a garantire l'HBU, aggiungere ciò che è necessario per tenere in considerazione la carenza di liquidità, valutare i benefici che l'acquirente potrebbe trarre dall'uso dell'attività unitamente ad altre attività, eliminare le *special assumptions* che caratterizzano il piano specifico dell'entità ma che non caratterizzano quello di altre entità.

3.3. Il trattamento del rischio

Sia che i piani aziendali siano sostenibili, sia che essi non lo siano, il contesto di crisi comporta la necessità di inserire un maggiore premio per il rischio nel calcolo dell'*impairment test*. Vi possono essere diversi metodi per considerare la volatilità dei mercati, i rischi nei tassi e l'accorciamento degli orizzonti temporali, all'interno del conteggio dell'eventuale perdita di valore nelle attività tangibili e intangibili. L'obiettivo dell'organo amministrativo sarà quello di utilizzare il metodo più rappresentativo della realtà aziendale e di evitare *double costing* che possono inficiare il risultato del test di *impairment*.

I rischi specifici legati al contesto di crisi possono essere rappresentati e considerati nel calcolo del test attraverso o un incremento del tasso di attualizzazione oppure attraverso una diminuzione dei flussi attesi stimati dal management. Ciò è possibile perché, per definizione⁷¹, si ha una riduzione durevole di valore di una attività quando il valore recuperabile della stessa è minore del suo valore contabile, tenendo presente che il valore recuperabile è dato dal maggiore tra il valore netto di mercato e il valore in uso. Il valore in uso può essere calcolato applicando un tasso di attualizzazione ai flussi finanziari futuri ricavati dai piani finanziari approvati dal management. In qualunque modo si calcoli il valore recuperabile, la base per la sua stima è dato dall'informazione finanziaria prospettica (PFI)⁷² generata dall'organo amministrativo della società. La PFI deve essere costruita dall'alta direzione secondo criteri obiettivi, considerando tutte le variabili chiave e generando in base ad esse delle ipotesi operative e di scenario coerenti con la realtà.

Le variabili chiave, o *key factors*, sono quelle variabili il cui peso porta al compimento o meno di un percorso o di un piano. Nel contesto specifico i *key factors* sono definibili come quei fattori che incideranno sui risultati futuri dell'entità. Alcuni esempi di fattori chiave possono essere: le vendite, i costi variabili, i costi operativi, l'indebitamento bancario, l'indice di rotazione del magazzino, etc. Sulla base delle variabili chiave viene creata una PFI e attraverso di esse si formulano ipotesi su scenari plausibili e ragionevoli. Queste ipotesi, in inglese *assumptions*, hanno la funzione di generare scenari differenti ma plausibili calcolati variando i fattori chiave che sono alla base della formula matematica che soggiace nel calcolo dell'*impairment test*. Senza le *assumptions* non possono essere fatte previsioni e di conseguenza costituiscono la determinante principale nel test di *impairment*.

⁷¹ Principio contabile internazionale n. 36, "Riduzione durevole di valore delle attività" Par 7.

⁷² Traduzione dall'anglosassone: *Prospective Financial Information*.

Le ipotesi generabili modificando le variabili chiave dell'informazione finanziaria prospettica possono essere classificate in tre categorie:

- *hypothetical assumptions*: un'ipotesi che viene utilizzata per descrivere una condizione o un corso d'azioni che non ci si aspetta accada. La possibilità che un'ipotesi ipotetica accada è remota;
- *significant assumptions*: un'ipotesi significativamente differente da quelle correnti ma che risulta importante evidenziare data l'alta probabilità che accada;
- *sensitive assumptions*: corrispondono alle ipotesi che maggiormente hanno un impatto sui risultati delle previsioni;

e devono essere:

- complete
- ragionevoli e supportate adeguatamente da informazione esterna
- valutate nella loro coerenza reciproca
- rappresentative del contesto in cui lo scenario è stato formulato.

In un contesto di crisi come quello attuale le *assumptions* rilevano un ruolo sempre più importante nella valutazione del valore degli *asset*. A causa dell'incertezza e della variabilità dei fattori chiave, il piano formulato per il calcolo del precedente *impairment test* molto probabilmente non potrà più essere considerato come rappresentativo della migliore stima dell'alta direzione, poiché non sarà più la stima rappresentativa di uno scenario con la maggiore probabilità di manifestazione. Quando ciò accade è sempre più complesso riuscire ad identificare uno scenario più probabile di altri causando un aumento del *range* di scenari possibili e plausibili.

Un ulteriore conseguenza della crisi è l'accorciamento dell'orizzonte temporale nel quale poter effettuare una previsione affidabile. Nel contesto attuale è sempre più complesso poter creare un piano di lungo periodo riguardo i flussi finanziari ottenibili dall'utilizzo di una CGU, andando in contrasto con la necessità di stima di eventuali investimenti a lungo termine.

I rischi di errore nell'identificazione di scenari possibili, nonché l'accorciamento dell'orizzonte temporale, possono aumentare il rischio di realizzazione del piano stesso. Poiché ciò comporterebbe l'invalidazione di quanto precedentemente calcolato e la conferma di un fallimento da parte dell'organo amministrativo nell'ipotizzare scenari futuri per l'impresa, si comprende come sia di fondamentale importanza trattare questo rischio di

realizzazione e comprenderlo univocamente o nel calcolo dei flussi futuri o nel calcolo del tasso di attualizzazione.

Esistono cinque metodologie⁷³ alternative per considerare il rischio di realizzazione dei piani aziendali:

1. utilizzare una metodologia multi-scenario nella quale vengono affiancati, accanto allo scenario più probabile (*best estimate*) una serie di scenari alternativi peggiorativi atti a considerare ciò che ipoteticamente potrebbe succedere nel corso degli esercizi futuri (*hypothetical assumptions*) per poi calcolare la media ponderata dei risultati attesi per il calcolo del valore recuperabile dell'attività. Questa metodologia, chiamata *expected present value technique*, può essere rappresentata secondo diverse tecniche tra le quali, le più utilizzate sono il cosiddetto Metodo Montecarlo⁷⁴ e la tecnica degli scenari limitati⁷⁵. L'obiettivo di una analisi multi-scenario è quello di incorporare il rischio di *execution* che la crisi genera, portando le proiezioni ad avere valori che saranno mediamente più bassi rispetto all'esercizio precedente;

2. quando non è possibile utilizzare una metodologia multi-scenario è consigliabile utilizzare un processo definito *discount rate adjustment technique*⁷⁶. Questo metodo è consigliato in tutti quei casi in cui lo scenario previsto dall'alta direzione corrisponde allo scenario più probabile, ma non può essere definito come quello medio rappresentativo della somma degli scenari possibili attraverso la modifica delle variabili chiave. La misura del rischio incluso nel tasso di sconto deve essere valutata caso per caso, ma può essere definita attraverso un confronto tra quelli che sono i valori ottenuti dalla previsione esplicita e i valori che sono desumibili da fonti esterne riguardo il settore di attività dell'entità;

⁷³ Queste metodologie sono descritte nell' "Working draft, Accounting and valuation guide, testing goodwill for impairment", pubblicato dall'AICPA.

⁷⁴ Il Metodo Montecarlo consiste nel calcolo del valore medio atteso di un *pool* di scenari calcolati attraverso un software di calcolo che permette di analizzare la variabilità dei fattori chiave su un numero molto ampio di tentativi. Per poter fare ciò è necessario conoscere la correlazione tra i vari fattori chiave. Per poter svolgere una analisi plausibile, sono necessarie evidenze esterne significative; in mancanza di tali evidenze è consigliabile l'adozione di questo metodo.

⁷⁵ La prassi vuole che in alternativa al metodo Montecarlo il management affianchi al *best estimate scenario* almeno altre due proiezioni fondate su *assumptions* alternative. La prima è una situazione nella quale la realtà non è destinata a cambiare: non sono previsti cambiamenti di sorta rispetto ai valori a consuntivo dell'esercizio precedente. La seconda alternativa di scenario prevede invece uno scenario che rappresenti la realtà dei concorrenti presenti all'interno del medesimo mercato in cui l'entità opera.

⁷⁶ Il *discount rate adjustment technique* prevede di includere il rischio di realizzazione del piano nel tasso di sconto. È pratica comune utilizzare la miglior stima del management o, in alternativa, determinare una stima del flusso di cassa futuro della società per periodi specifici e in seguito attualizzare questi flussi usando un tasso di sconto.

3. nel caso specifico in cui l'entità ricada nelle seguenti premesse:
 - i) non vi è asimmetria informativa poiché il piano aziendale è già stato annunciato al mercato;
 - ii) è possibile valutare la reazione degli analisti al piano attraverso la revisione del piano da parte degli analisti stessi;
 - iii) i flussi previsti dal piano ricadono all'interno dello spettro di risultati ammessi dalle previsioni degli *equity analysts*;
 - iv) la copertura degli analisti è rilevante;
 - v) la durata del piano coincide con la copertura di previsione degli analisti e comunque non supera i tre anni;

in tal caso il piano *best estimate* sviluppato dall'alta direzione aziendale può essere considerato medio rappresentativo e comprensivo del rischio di realizzazione. Ciò a patto che venga utilizzato un tasso di attualizzazione non inferiore a quello sviluppato dagli *equity analysts*;

4. un quarto metodo prevede l'utilizzo del piano *best estimate* del management della società moltiplicato per un tasso di sconto pari al CAPM⁷⁷. Ciò è possibile nel momento in cui non vi sia simmetria informativa tra l'impresa e il mercato o quando non vi è una sufficiente copertura degli analisti, e se si riesce a dimostrare che i flussi descritti dal PFI sono sia i più probabili che quelli medi attesi. Questo accade quando la media corrisponde alla moda che corrisponde alla mediana. Non è semplice che ciò accada, ma nel caso in cui i flussi rispecchino i risultati medi attesi, è necessario che venga individuato il *range* di risultati ottenibili al variare dei *key factor* (e specificarne l'eventuale varianza) per ognuno degli esercizi rappresentati nella proiezione. Si ricorda che è necessario procedere ad una approfondita documentazione nella comunicazione con il pubblico;

5. l'ultimo metodo prevede l'utilizzo dell'unico scenario proposto dall'alta direzione e validato dagli istituti finanziatori e dai *bondholder*. Questo metodo può essere utilizzato da quelle imprese a ridotta capitalizzazione e ad elevato *leverage*, soprattutto in sede di rinegoziazione delle *covenants*⁷⁸. È possibile far coincidere, in tale ipotesi, il piano approvato dagli istituti finanziatori con lo scenario medio rappresentativo del rischio

⁷⁷ Non è necessario che venga utilizzato il *Capital Asset Pricing Model*. Lo IAS 36 specifica che l'utilizzo del CAPM è solo consigliato. Si può alternativamente usare altri metodi, se lo si ritiene opportuno, a patto che essi vengano esaurientemente descritti nel "*Financial report*".

⁷⁸ I *covenants* possono essere definiti come degli obblighi (di fare o non fare) o restrizioni che vengono imposti dagli enti finanziatori nei confronti di imprese con le quali stringono un rapporto di finanziamento. Possono essere di natura finanziaria, patrimoniale o semplicemente informativa.

d'impresa proprio per il rapporto che intercorre tra impresa e enti finanziatori e per il fatto che si presume che il maggiore costo marginale del debito del CAPM sia una misura anche del rischio di realizzabilità del piano e che di tale incremento occorre tenere conto anche ai fini del costo dei mezzi propri.

In un contesto come quello definito dal presente paragrafo risulta sempre più importante individuare il valore terminale con un metodo individuato *ad hoc*. Il valore terminale corrisponde al flusso dell'ultimo esercizio di previsione esplicita. In un periodo di stabilità economica si effettua una previsione del valore terminale a rendita perpetua crescente con l'intento di rappresentare il risultato medio atteso degli esercizi futuri e da proiettare nel futuro fino a vita utile dell'attività. Esso è definibile come:

$$TV = F_{(n)} * (1+g) / (wacc - g)$$

dove:

- TV = *terminal Value*;
- $F_{(n)}$ = flusso dell'anno n ultimo esercizio di analisi;
- *Wacc* = tasso di attualizzazione al lordo delle imposte;
- g = saggio di crescita previsto per gli esercizi futuri.

In casi di crisi economico-finanziaria globale è suggeribile procedere ad una stima autonoma del flusso di lungo periodo. Tra gli indici utilizzabili vi è il *Return on Capital Employed spread*, dato dal ROCE al netto del *wacc*, normale di lungo periodo. Il ROCE è così definibile:

$$ROCE = \frac{NOPAT}{Capital\ Employed}$$

dove NOPAT è l'acronimo di *Net Operating Profit After Tax* e corrisponde all'EBIT al netto delle tasse ($Ebit * (1-tax)$), mentre il *Capital Employed* corrisponde al capitale investito al netto dell'avviamento. Per calcolarne lo *spread*, invece si dovrà sottrarre al valore finale del ROCE il *Wacc*.

Alternativa al ROCE *spread*, soprattutto per gli *impairment test* effettuati con metodologia *equity side*⁷⁹ è il *Return on Tangible Equity spread*. Il ROTE è dato da:

⁷⁹ Una chiara distinzione tra metodo di valutazione *equity side* e metodo *asset side*, la si trova in: Massari M. (1998), *Finanza Aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano. Un breve accenno verrà fornito nel corso dei successivi paragrafi.

$$ROTE = \frac{Net\ Income}{(Book\ value - Intangible\ assets)}$$

dove il *Net Income* corrisponde al valore dell'utile netto d'esercizio, mentre al denominatore troviamo il totale del patrimonio netto, al netto delle immobilizzazioni immateriali (*intangible assets*). Lo *spread* è calcolato sottraendo al ROCE il valore del *cost of equity* K.

Una volta individuato il rischio e inserito univocamente nel calcolo del valore recuperabile dell'entità, si potrà procedere al calcolo dell'*impairment test*. Prima però di procedere alla disamina delle numerose indicazioni operative applicabili ai vari stadi del test di *impairment*, si ritiene opportuno descrivere i vantaggi che si possono ottenere da una corretta analisi degli scostamenti tra valori previsionali e valori evidenziati a consuntivo nei PFI.

3.4. Gli scostamenti tra *budget* e consuntivo

Alla fine di ogni esercizio le imprese sono chiamate a verificare se ciò che sia effettivamente stato ottenuto rispecchi o meno le previsioni che erano state effettuate nel corso del precedente esercizio. Se alla fine dell'esercizio, o del periodo di riferimento preso in considerazione (i.e. trimestre), i valori dichiarati a *budget* sono differenti rispetto ai valori ottenuti a consuntivo, l'impresa si trova in presenza di scostamenti. Questi scostamenti devono essere compresi, classificati e giustificati, per poter descrivere all'alta direzione i motivi precisi per cui le previsioni si sono discostate dal risultato a consuntivo. In un contesto di crisi come quella attuale, così di ampia magnitudine e inaspettata, gli scostamenti tra *budget* e valori a consuntivo possono essere molto rilevanti. Ciò è dovuto al fatto che i risultati attesi in sede di costruzione del *budget* implementavano un contesto macroeconomico e finanziario globale di stabilità, con indici mediamente e leggermente in crescita. Col crollo di alcuni indici di mercato e con l'aumento di illiquidità e delle relative conseguenze, alcune società si sono dovute scontrare con una realtà completamente diversa rispetto a quanto avevano previsto. Questo ha portato, sul piano manageriale, alla presenza di notevoli scostamenti tra dati a fine esercizio e dati previsti.

Proprio per la magnitudine di tale situazione è necessario procedere ad una distinzione importante. Dove possibile è opportuno distinguere tra scostamenti di natura sistematica e scostamenti di natura non sistematica.

- Scostamenti di natura sistematica: questa categoria di scostamenti ha natura di derivazione esogena. Essi sono causati da indicatori inattesi che hanno impatto sull'intero portafoglio di mercato. Ci si riferisce a tutte quelle variazioni di variabili macroeconomiche e macrofinanziarie direttamente imputabili al contesto di grande instabilità nel quale l'impresa vive al momento attuale. Alcuni esempi possono essere: una variazione della domanda e dell'offerta, maggiore difficoltà da parte degli istituti finanziatori di concedere un finanziamento, maggiore imposizione fiscale.
- Scostamenti di natura non sistematica: questa categoria riflette tutti quegli scostamenti che derivano da cause di mala gestione o per cause non attribuibili al contesto macroeconomico e di specifica entità. Questi scostamenti sono normalmente ottenuti per differenza rispetto agli scostamenti di natura sistematica.

In presenza di scostamenti tra i risultati previsti e i risultati *actual* si deve quindi individuare in primo luogo gli scostamenti di natura sistematica. Per poter fare ciò è necessario individuare il tipo di relazione che intercorre tra i risultati aziendali e le macro variabili economico-finanziarie. Ciò può essere svolto utilizzando dati derivanti da due metodi alternativi:

- a) dati storici;
- b) dati prospettici formulati nel piano.

In base alle serie di dati qui descritti bisognerà ricostruire le relazioni tra *performances* e variabili macro, con l'obiettivo di andare ad individuare quali sarebbero stati i risultati a *budget* l'esercizio precedente calcolati con le variabili macro economiche che descrivono la realtà attuale. In pratica si dovrà cercare di sterilizzare l'effetto delle variabili macroeconomiche e macrofinanziarie confrontando i risultati di *budget* previsti nel piano originale, con i risultati ottenuti inserendo le cause di scostamenti sistematici nel piano previsionale. Lo scostamento sistematico sarà dato dalla differenza tra i due valori di *budget*.

Nel calcolo dell'*impairment test* lo scostamento di natura sistematica è normalmente catturato dal coefficiente β nella tecnica del CAPM. L'analisi degli scostamenti di natura sistematica permette di capire se la misura del coefficiente beta è appropriata e, se tale scostamento è rilevante, maggiore deve essere l'accuratezza della verifica dell'appropriatezza del coefficiente. Un metodo per rivedere i criteri di stima del coefficiente β è dato accorciando

l'orizzonte temporale di riferimento, portando l'oggetto d'analisi da un calcolo dei rendimenti mensili su orizzonti a cinque anni a rendimenti giornalieri calcolati sull'ultimo anno.

Lo scostamento di natura non sistematica si ottiene per differenza rispetto al precedente. Confrontando i valori di scostamento che si ottengono nel raffronto *actual-budget* (scostamento in senso stretto o "effettivo") e gli scostamenti ottenuti dal raffronto *budget* a valori macroeconomici e macrofinanziari aggiornati – *budget* effettivo (scostamento di natura sistematica) otteniamo lo scostamento di natura non sistematica. Questo valore può essere positivo o negativo:

- quando lo scostamento di natura sistematica ricostruito sulla base delle relazioni precedenti è superiore allo scostamento effettivamente conseguito, ciò implica che la società ha parzialmente compensato lo scostamento di natura sistematica agendo sui *key factors* aziendali. Si può ritenere che, qualora non vi siano fatti o circostanze che dimostrino il contrario, i flussi di previsione siano medi-rappresentativi e, formalmente, corretti.
- Quando lo scostamento di natura non sistematica risulta invece di segno negativo si richiede una analisi e una verifica della capacità previsionale della società nei confronti del mercato finanziario oppure si suggerisce l'utilizzo di analisi multi scenario o di una rettifica in aumento del tasso di attualizzazione per considerare un maggiore rischio di non realizzazione del piano.

In alcune condizioni particolari, l'analisi degli scostamenti non dovrebbe limitarsi al raffronto *budget-actual* del medesimo periodo. Quando possibile conviene raffrontare i valori a consuntivo con i valori sia di *budget* che finali degli esercizi precedenti, soprattutto per poter comprendere l'alternarsi nel tempo degli scostamenti negativi e positivi di natura non sistematica. Qualora sia una costante l'aver scostamenti negativi, la prova dell'esigenza di una revisione dei piani risulta più importante.

3.5. Il processo di calcolo dell'*impairment test* in un contesto di crisi

Il valore contabile

Il valore contabile è, teoricamente, la posta meno complessa da individuare tra le tre richieste nel calcolo dell'*impairment test*. Essa infatti coincide semplicemente al valore iscritto a bilancio nell'esercizio precedente, a cui sono assommate o sottratte le modifiche intercorse in determinato bene nel corso dell'esercizio. Per utilizzare le parole espresse dallo

IAS 36⁸⁰: “Il valore contabile è l’ammontare al quale un’attività è rilevata nello stato patrimoniale dopo aver dedotto qualsiasi svalutazione (ammortamento) accumulata e le connesse perdite durevoli di valore accumulate.” Ciò non toglie che anche l’individuazione del valore contabile può generare difficoltà, soprattutto nel contesto attuale di crisi economico-finanziaria.

Dallo scoppio della crisi molte imprese si sono trovate in una situazione di forte illiquidità che ha portato un allungamento nei tempi di pagamento e alla classificazione di crediti che una volta potevano venir considerati sicuri, come inesigibili. Questo si riflette sul circolante operativo che non sarà ai livelli classici cui la società è abituata e che presenterà delle variazioni anomale.

Per poter affrontare questa situazione, le entità spesso modificano le politiche di investimento o adottano diversi criteri per l’identificazione dei perimetri delle CGU⁸¹. Ciò che viene richiesto in casi come questo è di utilizzare un metodo di calcolo coerente con quello utilizzato per la stima del valore recuperabile affinché ci deve essere coerenza tra i saldi contabili d’apertura e lo sviluppo dei flussi finanziari prospettici. A livello operativo possono presentarsi delle particolarità specifiche, e pertanto è opportuno seguire quattro indicazioni di massima:

- i. identificare il valore contabile e controllare il valore recuperabile delle attività non strumentali soggette alla vendita in modo separato rispetto alle attività che non sono oggetto di vendita e per le quali si ipotizza l’uso;
- ii. tenere in considerazione il valore dell’avviamento nelle attività (CGU) che vengono vendute. Quando si procede alla cessione di attività ricomprese in una CGU cui viene attribuito avviamento, è opportuno considerare l’impatto che tale cessione ha nelle riorganizzazioni delle CGU. Questo si riflette anche sul valore contabile;
- iii. per quelle entità che procedono all’individuazione di CGU in modo trasversale rispetto alle entità legali (quando quindi si procede ad una individuazioni delle CGU secondo una logica di prodotto, o di mercato di sbocco, e non secondo le imprese che producono i beni) si suggerisce di procedere alla riconciliazione tra saldi contabili di consolidato e il valore degli attivi netti attribuibili alle CGU;

⁸⁰ Principio contabile internazionale n. 36, “Riduzione durevole di valore delle attività” Par 5.

⁸¹ Questo comportamento non è contrario ai dettami dello IAS 36, anche se si suggerisce di mantenere coerenza tra un esercizio e l’altro. Ciò che più conta è di procedere ad una approfondita disclosure nel momento in cui si decide di modificare il metodo utilizzato nel valutare le attività.

- iv. infine, in caso di modifiche nei perimetri di identificazione delle *Cash Generating Units* si deve mantenere l'indipendenza dei flussi finanziari sottostanti.

Il valore in uso

Il valore in uso è “*il valore attuale dei flussi finanziari futuri attesi che si suppone deriveranno dall'uso continuativo e dalla dismissione di una attività alla fine della sua vita utile*⁸²”. Esso corrisponde, in sintesi, alla somma algebrica dei flussi finanziari attualizzati generati in modo autonomo dal complesso di attività che la compongono. Sotto l'aspetto pratico, però esso può essere individuato secondo metodologie differenti. La prassi contabile utilizza più frequentemente il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) secondo cui il valore in uso è descritto da una formula apparentemente complessa:

$$W = [\Sigma F_{(t)}(1 + Wacc)^{-t} + F_{(n)}(1 + Wacc)^{-n}]$$

dove:

- W = Valore in uso della CGU;
- $F_{(t)}$ = flussi finanziari netti per ciascuno degli anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- $F_{(n)}$ = *terminal value* della CGU alla fine dell'ultimo periodo di proiezione esplicita;
- $Wacc$ = tasso di attualizzazione al lordo delle imposte.

Questa formula descrive quali sono i componenti del calcolo del valore in uso. Esso corrisponde alla somma di due addendi: il primo addendo è dato dall'insieme (sommatoria) dei flussi finanziari attesi per gli esercizi successivi da parte della CGU, moltiplicato per il tasso di attualizzazione *Wacc*; il secondo addendo corrisponde invece al calcolo del *terminal value* attualizzato anch'esso con il tasso di attualizzazione *Wacc*. In pratica il valore in uso è dato dalla somma dei flussi futuri attesi nell'arco temporale t , il cui valore è stato attualizzato, e del valore terminale (flussi futuri attesi nell'arco temporale oltre t ma entro n) anch'esso attualizzato.

⁸² Principio contabile internazionale n. 36, “*Riduzione durevole di valore delle attività*” Par 5.

Nei casi di valutazioni di aziende bancarie e finanziarie, in genere, il DCF non sempre è applicabile nella modalità standard adoperata per le altre imprese, in quanto il debito finanziario ha natura del tutto diversa. Infatti la provvista dei gruppi bancari non solo riveste le caratteristiche di modalità di finanziamento del capitale necessario per l'azione produttiva, ma è parte integrante e preponderante dell'attività di intermediazione creditizia. Pertanto per i gruppi bancari la prassi operativa si avvale spesso di un metodo di calcolo del valore in uso chiamato *Dividend Discount Model (DDM)*, praticato in differenti versioni, in base al quale il valore d'uso delle CGU è ricavato considerando i flussi di dividendo futuri che il gruppo sarà in grado di distribuire agli azionisti della capogruppo, senza intaccare le attività necessarie a sostenere lo sviluppo atteso e nel rispetto delle regolamentazioni sul capitale imposte dall'autorità di vigilanza, scontati a un tasso che esprime lo specifico rischio di settore. La formula, in questo caso, è:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + VTa$$

dove:

- W = Valore in uso della CGU;
- DIV_t = flussi di dividendi distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale t sulla base delle proiezioni economico-finanziarie elaborate, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio;
- VTa = Valore attuale del valore terminale calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine.

Nel corso dei successivi paragrafi si procederà ad una disamina più approfondita dei vari componenti della formula del valore in uso.

Approccio *Asset side* e approccio *Equity side*

Il metodo del *Discounted Cash Flow* viene utilizzato nel calcolo del valore d'uso. Esistono due approcci diversi per poter calcolare il DCF: *asset side* e *equity side*.

L'approccio *asset side* considera i flussi monetari operativi al lordo degli oneri finanziari ed è finalizzato a valorizzare l'intero capitale investito, mentre l'approccio *equity side* utilizza i flussi al netto degli oneri finanziari ovvero il valore complessivo delle attività meno il valore del debito. In altre parole, un approccio porta alla valutazione dell'impresa dal punto di vista dell'attivo, mentre l'altro analizza i flussi che sono a disposizione degli azionisti⁸³.

Sia i flussi di cassa che il tasso di attualizzazione (*Wacc*) utilizzati per il calcolo del valore in uso potrebbero subire una modifica in base all'utilizzo di uno piuttosto che dell'altro approccio. Ciò sulla base del fatto che le formule utilizzate per l'approccio *asset side* calcolano il valore del capitale netto d'impresa, mentre le formule utilizzate nell'approccio *equity side* misurano il valore dell'intero capitale operativo.

- *Equity side*: tale approccio calcola il flusso finanziario atteso utilizzando l'approccio FCFE (*Free cash flow to Equity*) ossia i flussi di cassa al netto degli oneri finanziari. L'obiettivo di questo approccio è quello di stimare i rendimenti dal punto di vista dell'investitore azionario. Ciò comporta anche un diverso criterio nell'individuazione del tasso di attualizzazione, che dovrà essere espressivo del rendimento-opportunità di investimenti alternativi in capitale azionario di imprese comparabili (indicato nel costo del capitale).

- *Asset side*: tale approccio calcola il flusso finanziario atteso utilizzando l'approccio FCFE (*Free cash flow to Firm*) ossia i flussi di cassa operativi al lordo degli oneri finanziari. L'obiettivo di questo approccio è quello di stimare il valore dell'impresa attraverso una visione complessiva del sistema aziendale, considerando il lordo sia di entrate che di uscite relative all'indebitamento finanziario. Il tasso di attualizzazione rispecchierà il costo delle diverse forme di finanziamento in proporzione a quanto queste contribuiscono al totale del patrimonio e del capitale aziendale. In tal caso il *wacc* puro è l'indice che più riflette i principi alla base dell'approccio⁸⁴.

Ai fini della stima del valore recuperabile di una CGU o di un gruppo di CGU la prospettiva normalmente più utilizzata è l'approccio *asset side*. Tuttavia nell'ambito di alcuni

⁸³ "Bilancio e valore. Metodi e tecniche di simulazione." di S. Bozzolan, McGraw-Hill, 2001

⁸⁴ "Finanza Aziendale. Valutazione" di M. Massari, McGraw-Hill, Milano 1998.

settori, quali ad esempio il settore bancario e assicurativo, la prospettiva più appropriata è quella *equity side*.

La crisi ha fatto emergere una crescente difficoltà di finanziamento delle imprese che si è tradotta in situazioni contingenti a volte anche critiche, come ad esempio: una maggiore difficoltà nel reperire risorse finanziarie, un aumento del costo del debito, maggiori esigenze di ricapitalizzazione, maggiori bisogni di capitale circolante e redditi netti più contenuti. Il rischio che anche solo uno di questi eventi si realizzi deve essere aggiunto nel calcolo dei flussi finanziari, nel calcolo del tasso di attualizzazione e nel calcolo del *fair value*, indipendentemente dall'approccio che esse utilizzino per valutare il proprio patrimonio.

Se il rischio di carenza di liquidità rende i piani finanziari non sostenibili, viene meno la condizione per la stima del valore d'uso⁸⁵, obbligando l'entità a svolgere un *impairment test* con l'utilizzo del solo *fair value*, con le premesse del caso specificate nei paragrafi precedenti.

Qualora il rischio di carenza di liquidità non renda in piani insostenibili, allora sarà necessario incorporare i rischi che tale situazione comporta nel calcolo sia del flusso finanziario atteso futuro che nel calcolo del tasso di attualizzazione. Si specifica che rimane suggeribile calcolare il rischio alternativamente o nell'uno o nell'altro componente del valore in uso, per evitare rischi di *double costing*. I rischi cui si può incorrere e che devono essere tenuti in considerazione sono:

- a) nelle valutazioni *asset side*:
 - incremento del fabbisogno di capitale circolante;
 - riduzione dei flussi di cassa e di reddito operativo;
 - incremento del costo del debito e del costo dei mezzi propri;

- b) nelle valutazioni *equity side*:
 - riduzione dei flussi di risultato netti;
 - esigenze di aumenti di capitale;
 - incremento del costo dei mezzi propri.

I flussi finanziari attesi

Il valore recuperabile è dato dal maggiore tra il valore netto di vendita (o *fair value*, valore equo) e il valore in uso. Il valore in uso richiede una definizione ed una individuazione

⁸⁵ Come precedentemente denunciato, e come specificato dallo IAS 36.

particolarmente precisa di quelli che saranno i flussi finanziari futuri che tale attività o CGU genererà negli anni a venire.

Secondo quanto dettato dallo stesso IAS 36, al paragrafo 27, i flussi finanziari attesi devono fondarsi su “*presupposti ragionevoli e sostenibili in grado di rappresentare la migliore stima effettuabile da parte della direzione aziendale (...); (...)*devono essere fondate sui più recenti budget/previsioni approvati dalla direzione aziendale.(...)”.

Seguendo quanto detto, i flussi attesi possono derivare da un piano aziendale fondato su:

- a) previsioni (*forecasts*);
- b) proiezioni (*projections*);
- c) sia su previsioni che su proiezioni.

Le previsioni, fondate sull’analisi storica dei flussi generati dalla CGU, corrispondono alla stima che viene effettuata dall’organo amministrativo per quanto concerne l’attività in esame. Le previsioni, come si intuisce dal nome, corrispondono alla miglior stima dei flussi che l’alta direzione si aspetta di ottenere nel corso degli esercizi futuri. Si utilizzano prevalentemente le previsioni in contesti nei quali è necessario calcolare un *impairment test* su attività a vita utile molto breve (minore di cinque anni), per la quale le *sensitive* e le *sensible assumptions* sono conosciute e tenute in considerazione nel calcolo dei flussi attesi.

Le proiezioni sono invece fondate su *hypothetical assumptions*. Esse descrivono un contesto diverso da quello attuale e da quello che maggiormente ci si aspetta, ma procedono all’individuazione di casi ipotetici possibili nei quali anche la miglior stima del management può e deve rientrare. Si utilizzano proiezioni prevalentemente quando, per natura dell’*asset*, si deve procedere ad una stima dei flussi finanziari futuri attesi per un arco temporale sufficientemente lungo.

Come si è tentato di spiegare in precedenza, argomentando sulla crisi e sull’insostenibilità dei piani aziendali, la realtà attuale crea un contesto di forti turbolenze e di incertezze, per colpa delle quali non è possibile generare previsioni e/o proiezioni affidabili. Le difficoltà sono oggettive e legate al contesto macro-economico e rendono estremamente complesso poter valutare la ragionevolezza delle ipotesi sulle quali si basano i flussi attesi. Ad esempio risulta sempre più complesso affidarsi ad una proiezione e/o previsione che sia aggiornata e che non sia superata, poiché la realtà diventa sempre più mutevole e sempre meno ipotizzabile. In un contesto come questo può capitare che anche disponendo delle

informazioni più aggiornate possibile, tali informazioni possano lo stesso non rispecchiare la realtà economico-finanziaria nella quale si procede a svolgere l'*impairment test*. Questo impone alle società di essere alla continua ricerca di piani fondati su previsioni sempre aggiornate con l'obiettivo di non soccombere alla mutevolezza dell'ambiente circostante. Un ulteriore esempio di difficoltà caratteristica dei tempi di crisi strutturale è dato dalla sempre minore attendibilità delle previsioni dei ricavi e dei costi a livello di *budget*. Un *budget* costruito su *assumptions* non affidabili e attendibili genera risultati (flussi finanziari attesi) altrettanto non affidabili e altrettanto non attendibili. Le stime dei ricavi e dei costi non riescono più a riflettere il livello di incertezza reale, il che può portare a sovrastimare (o sottostimare, in alcuni casi) i tassi applicati ai flussi attuali, attraverso i quali sono calcolati i flussi futuri.

In presenza di tali e tante problematiche, accade spesso che l'entità decidano di procedere ad una riorganizzazione del business attraverso cambiamenti radicali nel contesto produttivo. Alcuni esempi potrebbero essere dati da una completa rinnovazione dei macchinari produttivi con l'intento di ridurre i costi di struttura e i costi variabili, oppure riallocare alcune risorse dislocate in sedi periferiche con l'obiettivo di ottenere maggiori economie di scala, o infine rivoluzionare la visione strategica della società passando da una visione di prodotto ad una visione di mercato di sbocco.

Premettendo che per il calcolo dei flussi finanziari futuri coincide quanto affermato nel paragrafo precedente sul calcolo del valore contabile dell'*asset*, ossia che il primo passo richiesto per poter effettuare delle stime affidabili è la coerenza tra i metodi utilizzati in entrambe le stime, vi sono ulteriori indicazioni che si consiglia di seguire in un contesto mutevole come quello della crisi che sta colpendo da ormai più di cinque anni l'economia globale.

Dal punto di vista puramente teorico vi sono alcuni punti che è consigliabile seguire per considerare i rischi di realizzazione nella creazione dei piani aziendali dai quali individuare i flussi futuri: un primo punto è suggerito da un documento stilato da un *workshop* organizzato dalla Banca d'Italia in cooperazione con la Consob e con l'ISVAP⁸⁶ (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private) il 4 novembre 2010. In tale documento si denuncia l'incapacità da parte di alcune società di disporre di piani aziendali aggiornati che potessero tenere in debita considerazione le complesse modifiche che la crisi ha apportato agli scenari di

⁸⁶ In data 01 gennaio 2013 l'ISVAP ha modificato la propria ragione sociale diventando IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni). Una approfondita analisi di tale documento è data da Flavio Dezzani e Luca Dezzani in un articolo pubblicato ne "*il fisco*", numero 13 del 2010, a pag. 1943

mercato. In presenza di un contesto in cui non si può sapere con precisione quali eventi accadranno nell'orizzonte temporale medio-lungo, i piani aziendali hanno l'obbligo di essere costantemente aggiornati e di tenere conto di tutti quegli eventi significativi che sono intercorsi dalla data di creazione del piano alla data in cui viene svolto l'*impairment test*. Per poter svolgere una corretta formulazione dei piani è necessario procedere ad una adeguata revisione delle variabili chiave e delle ipotesi di scenario che possono nascere in un contesto di crisi. Per esempio è opportuno essere consci che la realtà attuale potrebbe portare l'entità a subire un forte calo nelle proprie quote di mercato, o potrebbero insorgere problemi legati all'approvvigionamento delle risorse finanziarie nel breve periodo, oppure alcuni clienti potrebbero ritenere opportuno acquistare prodotti sostitutivi più economici per far fronte ai problemi socio-economici derivanti dalla crisi. Ciò naturalmente viene svolto con il solo obiettivo di minimizzare i gli errori di calcolo nel test di *impairment* e di non sopravvalutare le attività iscritte a bilancio per non rischiare, in successivi esercizi, di dover procedere a svalutazioni importanti in conto economico che possono inficiare la riuscita di piani aziendali di lungo periodo.

Ulteriori indicazioni sono direttamente espresse nello IAS 36 sopra citato⁸⁷. I flussi attesi devono essere individuati su piani oggettivamente realizzabili e devono essere stimati su presupposti ragionevoli e sostenibili sulla base prevalente di fonti esterne. È opportuno inoltre considerare un rischio di realizzazione del piano che tenga conto delle difficoltà che tali piani possono incontrare. Infine *“le stime dei flussi finanziari futuri non devono includere flussi finanziari futuri stimati in entrata o in uscita che si suppone debbano derivare da una ristrutturazione futura per la quale l'impresa non è ancora impegnata.”*

Dal punto di vista puramente operativo invece si possono tracciare tre linee guida, tre percorsi da seguire per evitare di procedere ad una identificazione errata del valore in uso. Questi tre percorsi vertono su:

- la qualità della capacità previsionale;
- l'utilizzo di piani multi-scenario;
- le attività da svolgere sul piano medio-rappresentativo.

Le prime due linee guida non necessitano spiegazioni approfondite. Riguardo alla qualità della capacità previsionale basti dire che l'impresa dovrà, in una situazione di crisi, svolgere una profonda analisi per valutare se i metodi di previsione usati sono coerenti ed efficaci. Se, in sede di analisi degli scostamenti tra dati consuntivi e dati a *budget*, risultano

⁸⁷ Principio contabile internazionale n. 36, *“Riduzione durevole di valore delle attività”* Par 27 e ss..

annualmente delle divergenze tra i due valori può significare che la capacità previsionale dell'impresa tenda a sottostimare (o a sovrastimare, a seconda del caso specifico) l'effetto che hanno le variabili chiave sul piano economico-finanziario. In un contesto di stabilità macro-economica può accadere che tale tendenza, in caso gli scostamenti siano minimi, non venga tenuta eccessivamente in considerazione. Al contrario, in un contesto di crisi, è necessario maggior rigore ed è opportuno che si svolga una attenta analisi della capacità previsionale dell'azienda.

Una seconda indicazione operativa è quella di affiancare, accanto al piano medio rappresentativo generato dall'alta direzione dell'impresa, diversi ulteriori scenari possibili basati su *hypothetical assumptions* più prudenti. Si procederà ad attribuire una probabilità che ognuno di questi scenari alternativi possa realizzarsi e moltiplicare tale probabilità per i flussi attesi. La probabilità che si verifichino le ipotesi previste non devono essere così remote da rendere il prodotto vicino allo zero, pena la perdita di significatività nell'utilizzo di una analisi multi-scenario. Secondo questo metodo applicativo il piano base dovrà essere il piano che rappresenta lo scenario più probabile, la migliore stima effettuata dal top management, mentre gli scenari alternativi dovrebbero considerare ipotesi di scenari molto probabili e rappresentativi di una realtà ipotetica non radicale e peggiorativa rispetto allo scenario base.

Riguardo alle modalità di individuazione del piano base è opportuno utilizzare particolari attenzioni, proprio per il motivo per cui tale piano deve essere quello medio-rappresentativo nonché la migliore stima possibile. Come accennato brevemente nei paragrafi precedenti i piani finanziari, e di conseguenza il PFI (*Prospective Financial Information*), sono generati sulla base di previsioni e di proiezioni. Le previsioni (*Forecasts*) rispecchiano i risultati più probabili attesi dalle stime del top management, mentre le proiezioni (*Projections*) si fondano su ipotesi (*hypothetical assumptions*) che portano alla creazione di scenari probabili ma non medi-rappresentativi. Sia che si faccia ricorso a *forecasts* o a *projections* è necessario che vengano individuate determinate ipotesi (*assumptions*) sulle quali costruire i flussi futuri attesi. Esistono due categorie di *assumptions*:

- *significant*, ossia ipotesi di condizioni future che modificheranno sensibilmente le modalità di calcolo dei flussi attesi;
- *sensitive*, ossia ipotesi di eventi o condizioni che modificheranno il peso delle variabili chiave all'interno del calcolo dei flussi attesi.

Per quanto concerne le previsioni, esse fanno affidamento prevalentemente a variabili aziendali chiave endogene. L'obiettivo ultimo del top management che si accinge ad

effettuare un *impairment test* e a calcolare il valore in uso della CGU utilizzando una previsione *best estimate*, è quello di verificare la solidità delle variabili endogene⁸⁸. Svolgere un'attenta analisi delle variabili endogene preliminari alla generazione di piani e dati previsionali significa: svolgere una analisi di coerenza tra livello strategico e livello operativo; svolgere una analisi costante di realizzabilità dei piani in base alla reperibilità delle risorse; svolgere una analisi del mercato di sbocco dei propri prodotti per comprendere la direzione verso la quale la domanda, i consumatori, i concorrenti andranno nel corso dell'esercizio futuro.

Riguardo alle *projections*, invece, esse sono caratterizzate da un alto grado di volatilità e aleatorietà causata sia da variabili endogene che da variabili esogene. Per poter verificare la realizzabilità delle *hypothetical assumptions* su cui si fondano le proiezioni, è necessario comprendere la correlazione che intercorre tra i *key factors* e come, al variare di uno di essi, variano sia gli altri fattori che il risultato atteso (flussi futuri attesi). Ciò può essere fatto attraverso:

- a) una analisi statica, nella quale si mantengono costanti tutti i fattori chiave al di fuori dell'unica variabile che si vuole studiare e si individua il tipo di relazione che intercorre tra variabile e flussi attesi;
- b) una analisi dinamica, nella quale si vuole verificare l'impatto di una variabile chiave sui flussi attesi analizzando il grado di correlazione tra la variabile oggetto di studio e le altre variabili chiave espresse nella formula. Per poter svolgere questo tipo di analisi è necessario utilizzare software dedicati⁸⁹ che permettono di generare statisticamente decine di migliaia di scenari ipotetici, attraverso l'utilizzo di tecniche statistiche avanzate.

Quanto detto nel presente paragrafo permette di comprendere come l'individuazione dei flussi finanziari attesi necessari per il calcolo del valore in uso ai fini dell'*impairment test* richieda necessariamente attenzioni particolari. L'ambito di analisi dei flussi attesi è decisamente vasto ed esige che il top management sia in possesso delle informazioni più aggiornate e corrette possibili, per non incorrere nel rischio di svolgere un *test* che rappresenti una realtà non veritiera né corretta.

⁸⁸ Quando ci si trova in una situazione nella quale si verificano eventi che modificano i risultati rispetto a quelli previsti, le cause possono essere di due categorie:

esogene: legate ad eventi esterni che l'entità non può controllare né gestire;

endogene: legate a cause interne al perimetro aziendale, di diretto controllo da parte dell'entità.

⁸⁹ Oracle ha sviluppato, ad esempio, un software dedicato di nome *Crystal ball*.

Il calcolo del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione deve essere un tasso al lordo delle imposte che riflette le attuali valutazioni del mercato del valore attuale del denaro e i rischi specifici connessi all'attività. Il tasso di attualizzazione non deve riflettere i rischi per i quali le stime dei flussi finanziari futuri sono state rettificata⁹⁰.

Il tasso di attualizzazione è il tasso che consente di attualizzare i flussi finanziari futuri attesi alla data corrente. Esistono varie formule che possono essere utilizzate per questo scopo, ma nella prassi professionale la formula più utilizzata è il *Wacc*, acronimo di *weighted average cost of capital*. Il *Wacc* è un tasso che serve ad individuare il costo che l'impresa dovrà sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso finanziatori esterni e interni. Rispecchia la media ponderata tra il costo del capitale di rischio ed il costo del capitale di debito.

Come già descritto in precedenza, il *Wacc* può essere così descritto, matematicamente.

$$Wacc = K \frac{PN}{(D + PN)} + Kd \times (1 - t) \frac{D}{(D + PN)}$$

dove:

- *Wacc* = *Weighted Average Cost of Capital*
- *K* = costo medio dell'equity calcolato secondo il CAPM
- *PN* = *equity* (capitale di rischio) medio
- *D* = indebitamento medio
- *Kd* = costo medio dell'indebitamento
- *t* = aliquota fiscale applicata agli oneri finanziari

Analizzando più da vicino questa formula si comprende come il costo medio ponderato del capitale (*wacc*) sia dato dalla somma tra:

- a) il rapporto tra capitale di rischio (*equity*), moltiplicato per il costo medio dell'*equity*, e la somma tra il capitale di rischio stesso e l'indebitamento medio;

⁹⁰ Principio contabile internazionale n. 36, "Riduzione durevole di valore delle attività" Par 48 e ss..

- b) il rapporto tra l'indebitamento medio, moltiplicato per il costo dell'indebitamento e un fattore rapporta l'indebitamento al netto dell'aliquota fiscale, e la somma tra il capitale di rischio e l'indebitamento medio stesso.

Il valore del capitale di rischio medio, il valore dell'indebitamento dell'impresa e infine l'aliquota fiscale applicata, sono dati facilmente reperibili nel contesto aziendale, pertanto non necessitano una approfondita disamina in questa sede. Al contrario sarà opportuno, soprattutto in un contesto di crisi, prestare particolari attenzioni sia all'individuazione del calcolo del costo del capitale di rischio, sia all'individuazione del costo del debito.

Il costo del debito

Il costo medio dell'indebitamento corrisponde al tasso che la società pagherebbe se si indebitasse ulteriormente, nel medio-lungo termine, sul mercato del credito, al momento in cui si effettua la stima. Nella prassi esso viene calcolato solitamente come il tasso *yield to maturity*⁹¹ delle obbligazioni della società nel mercato di riferimento. Qualora non sia possibile avere queste informazioni, o qualora la società non sia quotata in borsa⁹², è possibile utilizzare il tasso di interesse applicato dalle banche sui finanziamenti concessi più recentemente alla società.

Il valore del costo del debito può essere dato, alternativamente, dalla somma tra il valore dello *yield to maturity* di obbligazioni a scadenza di medio-lungo termine (prevalentemente tra i 7 e i 10 anni) di società operanti nel medesimo settore e con un rating simile a quello dell'entità, e un indice di *credit spread*. Il *credit spread* corrisponde alla differenza tra il valore di *yield to maturity* delle obbligazioni espresse nel tasso di riferimento e, alternativamente:

- a) lo *yield to maturity* di una impresa caratterizzata da una struttura finanziaria obiettivo;
- b) il costo marginale di finanziamento della specifica entità nel caso in cui il livello di indebitamento sia così elevato da rendere ragionevole l'ipotesi che l'impresa non possa raggiungere la struttura finanziaria obiettivo.

⁹¹ Il termine *yield to maturity* indica il tasso implicito di un determinato titolo nel caso in cui si mantenga tale titolo sino alla sua scadenza e non lo si liquidi anticipatamente in un mercato secondario.

⁹² Evento raro, data la normativa attuale sull'utilizzo degli IAS/IFRS in Italia, ma non necessariamente impossibile.

Issuer/Name	Scadenza / Duration	Rating	Settore/constituents	Redemption Yield (Media 1 Y)	Spread medio rispetto ad AAA
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	AAA	Corporate Large	3,62%	
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	AA	Corporate Large	4,39%	0,77%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	A	Corporate Large	4,96%	1,34%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	BBB	Corporate Large	6,12%	2,50%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	AAA	Financials	2,89%	
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	AA	Financials	3,65%	0,76%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	A	Financials	4,88%	1,99%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	BBB	Financials	9,20%	6,31%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	AAA	Corporate	3,63%	
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	AA	Corporate	4,38%	0,74%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	A	Corporate	4,95%	1,32%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	BBB	Corporate	6,23%	2,60%

Tab. 7 Tasso yield to maturity medio dei benchmark Bank of America – Merrill Lynch sui titoli di debito corporate e financials quotati in area euro con scadenza 7-10 anni, suddivisi per classi di rating.

Ipotizzando un'impresa *corporate* con struttura finanziaria attuale classificata con rating A e avente come struttura finanziaria obiettivo la struttura finanziaria di una società quotata con *rating* di tripla A, dalla tabella qui sopra esposta risulterà un costo del debito pari a $3.63\% + 1.32\% = 4.95\%$.

Il costo del capitale di rischio

Sicuramente molto più complessi e più articolati sono l'individuazione e il calcolo del *cost of equity (coe)*. Lo IAS 36⁹³ dichiara che, riguardo al tasso di attualizzazione, “*come punto di partenza, l'impresa può prendere in considerazione i seguenti tassi: (a) il costo medio ponderato del capitale per l'impresa determinato facendo uso di tecniche valutative quale il Capital Asset Pricing Model; (...)*”.

A livello matematico-finanziario, il *coe*, definito secondo il CAPM, corrisponde alla somma tra il rendimento di investimenti privi di rischio ed un premio per il rischio che, a sua volta, dipende dalla rischiosità sistemica dell'azienda. In formula:

$$K = r + \beta (rm - r)$$

dove:

- K = costo medio dell'*equity*, definito anche come costo dei mezzi propri, corrispondente al rendimento del titolo azionario;
- β = coefficiente di rischiosità sistemica;

⁹³ Principio contabile internazionale n. 36, “*Riduzione durevole di valore delle attività*” Par 51.

- r = rendimento privo di rischio a lunga scadenza;
- $(r_m - r)$ = *equity risk premium* dato dalla differenza tra il rendimento del mercato e il rendimento privo di rischio a lunga scadenza.

In un contesto di stabilità economica, il CAPM può essere calcolato considerando come rendimento privo di rischio il titolo di stato di un paese stabile (quale il *bund* tedesco). Con lo scoppio della crisi è emerso sempre di più un rilevante incremento del rischio paese, portando le alte direzioni delle società obbligate a *impairment test* a dover escludere il titolo di stato di un paese stabile come idoneo a rispecchiare il tasso *free risk*. Ciò non toglie che non si debba tenere conto del rischio paese ai fini della stima del valore d'uso: nell'appendice A1 dello IAS 36 si specifica: “*si dovrebbero tenere in considerazione i rischi quali quelli legati al paese (...)*”.

In un contesto in cui l'impresa opera prevalentemente in un mercato domestico, e il rendimento dei titoli di stato a lungo termine è salito, è ragionevole aspettarsi che anche il costo del capitale sia mediamente salito, anche se non necessariamente in modo proporzionale. Questo genera, come conseguenza, una riduzione del valore recuperabile delle attività in esame di *impairment test*.

Per effettuare una corretta analisi del *cost of equity* è necessario fare una importante premessa: il rischio paese può essere considerato alternativamente o nel primo addendo del CAPM (calcolando il costo dei mezzi propri con un rischio paese implicito nel tasso *risk-free*), oppure nel secondo addendo (calcolando il costo dei mezzi propri con un rischio paese implicito nel premio per il rischio). È sconsigliato considerare il rischio paese in entrambi gli addendi poiché, nonostante sia ammesso e potrebbe risultare possibile considerare il rischio in parte in un addendo e in parte nell'altro, si rischia di aumentare la possibilità di *double costing*.

Il primo metodo operativo per calcolare il rischio paese nel CAPM è di considerare tale rischio come implicito nel tasso *free risk*. In questo caso, nella formula sopra descritta, il tasso r corrisponderà al rendimento dei titoli di stato a lunga scadenza del paese in cui opera prevalentemente la CGU. In caso la *Cash Generating Unit* abbia la propria attività prevalente nel mercato domestico italiano, il tasso *free risk* corrisponderà ai BOT a lunga scadenza, valore che sarà quindi comprensivo anche del rischio paese⁹⁴. Il secondo addendo dovrà, di

⁹⁴ Si specifica che il tasso che dovrà essere utilizzato non potrà essere un tasso puntuale, poiché descriverebbe una situazione eccessivamente congiunturale, ma non potrà nemmeno corrispondere ad una media di valori

conseguenza, essere privo di ogni ulteriore rischio che rappresenti il paese. Ciò è possibile se si utilizza un *equity risk premium (ERP)* nella sua forma *unconditional*⁹⁵ al quale viene associato un coefficiente β calcolato rispetto al mercato domestico⁹⁶.

Il secondo metodo operativo con il quale è possibile includere il *country risk* nel CAPM prevede di considerare un vero e proprio rendimento privo di rischio nel primo addendo della formula. Non è consigliabile di utilizzare il rendimento di titoli di stato a lunga scadenza di paesi stabili dell'area euro (come ad esempio i *BUND* tedeschi) per non rischiare di incorrere in un fenomeno molto diffuso in periodi di crisi come quello attuale: il *flight to quality*⁹⁷. In alternativa è consigliabile utilizzare l'*interest rate swap*⁹⁸. Il secondo addendo sarà calcolato utilizzando un *ERP* in forma *conditional*⁹⁹, mentre il coefficiente beta verrà calcolato riferito all'indice di borsa europeo.

Volendo fare un riassunto grafico di quanto esposto, si ha che il rischio paese può essere espresso nella formula del CAPM alternativamente o nel tasso privo di rischio, oppure nel premio per il rischio.

BOT + ERP *unconditional* e β riferito all'indice di borsa domestico;

oppure

IRS + ERP *conditional* e β riferito all'indice di borsa europeo.

La scelta di un metodo quanto piuttosto dell'altro metodo richiede un giudizio da fondare su specifici fatti e circostanze che derivano prevalentemente dal livello di coefficiente beta; i due metodi spesso non conducono agli stessi risultati nel momento in cui si considerino imprese con β diverso da uno. Le imprese che possiedono un coefficiente di rischiosità sistematica superiore all'unità mediamente daranno risultati più bassi con l'utilizzo del primo

rappresentativi di un arco temporale maggiore all'anno, perché altrimenti andrebbe contro i dettami dello IAS 36.

⁹⁵ In questa sede, il termine *unconditional* indica un tasso senza che in esso vengano aggiunti artificialmente premi per rischi più elevati rispetto al normale tasso di lungo periodo.

⁹⁶ Il coefficiente beta ha la caratteristica di considerare dentro di sé numerosi premi per rischi. Se però esso è calcolato rispetto all'indice di mercato europeo, esso comprende anche il rischio paese. Per poter epurare il rischio paese dal coefficiente beta è necessario utilizzare un β calcolato rispetto all'indice del mercato domestico.

⁹⁷ Il *flight to quality* è un fenomeno nel quale, in situazioni di forti turbolenze, gli investitori decidono di investire in massa su titoli giudicati sicuri, portando il valore di questi titoli ad abbassarsi in modo artificioso. Il valore sarà di conseguenza sensibilmente ridotto rispetto al valore reale.

⁹⁸ L'*interest rate swap* è il tasso di interesse individuato negli *swap*. Uno *swap* è un contratto nel quale un acquirente si obbliga a pagamenti a tasso fisso nei confronti di un venditore che in cambio del tasso variabile riceve un tasso fisso. In pratica chi negozia un contratto di finanziamento a tasso variabile può effettuare uno swap attraverso il quale pagherà all'intermediario un tasso fisso, e l'intermediario pagherà gli interessi a tasso variabile.

⁹⁹ Il termine *conditional* rappresenta, come si può intuire dalla nota 86, un tasso nel quale viene aggiunto artificialmente un premio per il rischio più elevato rispetto al normale tasso di lungo periodo.

metodo piuttosto che con l'utilizzo del secondo. Situazione invertita si avrà per quelle imprese con coefficiente β inferiore all'unità. Ciò comporta che la discrezionalità da parte degli analisti e del top management addetto al calcolo del valore in uso sia molto ampia e che l'unico metro di giudizio che può essere utilizzato per verificare la consistenza dei metodi utilizzati è di valutare se i risultati siano ragionevoli.

Il valore terminale

Il valore terminale rappresenta il valore di una CGU al termine del periodo esplicito di previsione analitica dei flussi finanziari futuri. Esso corrisponde, generalmente, alla capitalizzazione perpetua dei flussi attesi che possono essere ottenuti a regime, con l'applicazione di un tasso di crescita g che rappresenta la crescita di lungo termine del mercato o del settore.

Lo IAS 36, al paragrafo 27, esprime chiaramente che il tasso di crescita deve essere costante o decrescente nel tempo, a meno che un tasso crescente possa essere giustificato. Inoltre specifica che il tasso di crescita in perpetuità non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, dei settori, dei mercati, del Paese in cui l'entità opera (sempre salvo che un tasso superiore non possa essere giustificato) e deve rispettare i requisiti necessari affinché rifletta le condizioni correnti di mercato e rispecchi i criteri con cui sono stati calcolati i flussi attesi, sia in termini di valuta che in termini di inflazione¹⁰⁰.

Nella prassi il valore terminale è calcolato attraverso la capitalizzazione:

- a) o dell'ultimo flusso finanziario netto del periodo esplicito, se tale flusso descrive le condizioni economiche normali che esisteranno oltre l'orizzonte di previsione esplicita¹⁰¹;
- b) oppure ad un flusso finanziario netto normalizzato che sia espressivo delle condizioni prospettive future oltre il periodo di previsione esplicita.

A livello puramente matematico-finanziario il calcolo del TV corrisponde alla formula espressa precedentemente¹⁰² nella quale il valore terminale viene calcolato come una rendita

¹⁰⁰ I tassi di attualizzazione possono essere o nominali o reali, a seconda che venga considerato in moneta inflazionata o in moneta costante.

¹⁰¹ Evento molto raro perché accada, poiché spesso le previsioni coincidono con cicli operativi e di prodotto, nei quali l'ultimo esercizio calcolato corrisponde all'esercizio di fine ciclo. In situazioni come questa non si può considerare l'ultimo flusso finanziario netto del periodo esplicito come quello medio-rappresentativo per gli esercizi futuri.

¹⁰² Confrontare paragrafo 3.3. Il trattamento del rischio.

perpetua ottenuta capitalizzando il flusso finanziario netto del periodo oltre quello di previsione esplicita ad un determinato tasso, che corrisponde al *Wacc* corretto da un fattore *g* di crescita.

Il calcolo del *terminal value* è fortemente legato all'andamento del contesto macroeconomico in cui l'impresa opera, poiché su di esso si basano le previsioni sulla capacità della CGU di generare flussi futuri. Questo fa del valore terminale un punto molto sensibili al contesto di crisi in cui l'economia globale vive da ormai un quinquennio poiché ci si chiede se sia possibile che l'entità (o la CGU) generi flussi futuri a condizioni simili a quelli pre-crisi.

Tenendo conto delle limitazioni sopra descritte, proposte dallo IAS 36, l'aspetto critico del calcolo del *terminal value* in un contesto di crisi risiede nel timore se sia ragionevole o meno che le proiezioni prevedano un valore corrispondente a risultati e tassi pari a quelli applicati in passato. Per poter affrontare questo aspetto critico è necessario affrontarlo da due punti di vista differenti, secondo le componenti che strutturano il calcolo del valore terminale:

- il flusso finanziario di lungo periodo; e
- il tasso di crescita *g*;

fermo restando che il contesto attuale vive una situazione di crisi così radicata e strutturale che difficilmente ci si può aspettare che il mercato ritorni sui parametri precedenti in un breve periodo e pertanto un esercizio di pura traslazione in avanti dei risultati attesi e di mera conferma del valore terminale storico non appare come il più corretto.

La forte correlazione tra la realtà attuale e il calcolo del *terminal value* comportano che, per ottenere delle previsioni più sicure e più probabili, l'entità dovrà chiedersi se sta mettendo in atto tutto ciò che è nelle sue capacità per poter affrontare la crisi e uscire indenne dal periodo di forti turbolenze. Per esempio ci si chiederà se i cambiamenti siano di tipo congiunturale (temporaneo) o strutturale (duraturo) e se tali cambiamenti porteranno l'attività a perdere considerevoli quote di mercato o se il mercato in sé si contrarrà mantenendo però le quote costanti tra i concorrenti. Ci si dovrebbe chiedere inoltre se le azioni che verranno intraprese per affrontare la crisi nel breve periodo avranno conseguenze anche nel lungo termine, oppure se si sarà capaci di far fronte alla situazione di forte illiquidità da parte di molte imprese, oppure ancora se la crisi si stia riflettendo in maniera non proporzionale da settore a settore, da mercato a mercato, offrendo in taluni rari casi spazi di crescita per alcune imprese. La risposta a queste domande spetta all'alta direzione che, nel momento in cui

genererà il PFI, terrà debitamente in considerazione ogni dato riportato da fonti esterne, come studi di settore, analisti, report di *brokers*.

Un ulteriore indicatore da tenere in considerazione nell'individuazione dei flussi attesi sostenibili nel lungo periodo è la presenza di investimenti. Lo IAS 36¹⁰³ esplicita chiaramente che se si considerassero nel calcolo dei flussi futuri attesi anche gli investimenti non programmati o quelli per cui l'impresa ancora non si sia impegnata, si arriverebbe ad un risultato fuorviante e non veritiero. Gli unici investimenti che debbono essere considerati saranno quelli che permettono all'*asset* di mantenere il regime di flussi attesi costante. Alcuni esempi di investimenti di questo tipo vengono dati dagli investimenti con cadenza pluriennale, come il rinnovo di licenze o il controllo obbligatorio per legge di alcune immobilizzazioni.

Per quanto concerne il tasso di crescita g , la prassi solitamente vuole che si utilizzi il saggio di crescita del PIL del Paese o dei Paesi di insediamento, previsto nel lungo termine. Spesso, e soprattutto in un contesto di crisi, diviene opportuno costruirsi un tasso specifico *ad hoc* che possa essere costruiti in modo tale che rifletta le diverse aspettative di crescita nel lungo periodo da parte di diversi settori e di diversi mercati. Risulta necessario chiedersi se alcune realtà, come per esempio le economie emergenti, siano capaci di mantenere il tasso di crescita attuale e se sia ragionevole che nel medio-lungo periodo questo non si attesti su valori più bassi. In casi come questi diviene opportuno utilizzare diversi tassi per diversi esercizi analizzati. Lo stesso IAS 36, nell'appendice operativa A, paragrafo 21, specifica che: *“L'entità normalmente usa un unico tasso di attualizzazione per la stima del valore d'uso di un'attività. Tuttavia, l'entità usa tassi di attualizzazione distinti per esercizi successivi differenti quando il valore d'uso riflette una differenza di rischio per i diversi esercizi o condizioni differenti nella struttura dei tassi di interesse.”*

L'importanza dell'individuazione dei flussi adeguati e che rispecchino una previsione molto probabile della realtà futura che affronterà l'impresa, e l'uso di un tasso di attualizzazione corretto e coerente con i rischi che la crisi può generare, diventa un passaggio di vitale importanza per il calcolo dell'*impairment test*.

¹⁰³ Principio contabile internazionale n. 36, *“Riduzione durevole di valore delle attività”* Par 37.

L'*impairment test* di secondo livello

Secondo la prassi professionale consolidata negli anni, se dal test di *impairment* di primo livello risulta che il valore recuperabile della CGU è inferiore al valore contabile iscritto a bilancio, risulta opportuno e doveroso svolgere un test di *impairment* di secondo livello. Dallo scoppio della crisi, però, la sempre maggiore difficoltà nel riscontrare un valore univoco dalle valutazioni effettuate ai fini del test, ha provocato una necessità di svolgere l'*impairment test* di secondo livello indipendentemente dal fatto di aver superato o meno quello di primo. Si consiglia inoltre di calcolare il secondo livello di *impairment* anche per quelle entità che allocano integralmente i costi e le attività, nel momento in cui il valore di borsa risulti inferiore al valore del *price to book value*. Infatti la presenza di un fattore di presunzione di *impairment* esterno o interno¹⁰⁴ richiede una verifica su una eventuale perdita di valore anche sulle unità che non comprendono l'avviamento. Tutto ciò per avere una maggiore e più solida base su cui fondare le proprie asserzioni.

L'*impairment test* di secondo livello può essere svolto e calcolato secondo due modalità differenti: (1) per somma di parti; (2) attraverso la valutazione dell'entità come unica entità generatrice di flussi di cassa.

- 1) Quando l'*impairment test* di secondo livello è svolto per somma di parti prevede la somma dei valori recuperabili delle entità già considerate al primo livello, oltre alla valutazione delle attività e dei costi non allocati. Ciò comporta la stima del valore attuale dei costi *corporate*, la cui proiezione dovrebbe essere coerente con la prospettiva di valutazione dell'entità e far uso di flussi coerenti con la PFI utilizzata nel test di primo livello sia sotto il profilo temporale (orizzonte di previsione) sia in termini di crescita.
- 2) Quando l'*impairment test* di secondo livello è svolto attraverso la valutazione dell'entità come unica entità generatrice di flussi di cassa, in questo caso si effettua un test con le stesse modalità con cui viene svolto il test delle attività oggetto di test di primo livello. Si dovrà tenere conto di un tasso di attualizzazione adatto (che sarà medio ponderato delle unità di business considerate, a meno che non sia più semplice individuarne uno specifico) e del saggio di crescita per il valore terminale (anche qui dato dalla media ponderata dei saggi di crescita delle diverse CGU e dei reinvestimenti necessari per mantenere il livello di flussi di cassa a regime).

¹⁰⁴ Come viene specificato dall'esempio svolto IE69 dello IAS 36, "Riduzione durevole di valore delle attività".

Indipendentemente dalle modalità usate per il calcolo del test di *impairment*, è opportuno che le finalità di tale test siano sempre chiare e diffuse. Il test di secondo livello ha la funzione di verificare la funzionalità dell'entità nel suo complesso, senza che questo processo possa in alcun modo invalidare quanto svolto sino a quel momento. L'obiettivo ultimo di tale test è quello di individuare una conferma dei risultati del test di *impairment* di primo livello, tant'è che esso non può comunque mai essere assunto a riferimento per la determinazione di una perdita di valore da rilevare in bilancio. Il motivo per cui si svolge un *impairment test* di secondo livello è, oltre che precauzionale e di conferma, anche di tipo integrativo: in tale test vengono considerate tutte le attività, anche quelle che sono escluse ai fini dell'*impairment test* di primo livello.

In conclusione, in un periodo di crisi, è opportuno e consigliato effettuare uno sforzo aggiuntivo per l'analisi delle eventuali perdite di valore nelle attività aziendali, e portare il livello di *impairment test* al secondo livello, per poter verificare che l'entità nel suo complesso, in presenza di indicatori esogeni di presunzione di *impairment* dato dal contesto di crisi, non abbia subito una riduzione durevole di valore. Anche quando dal test di *impairment* di primo livello le CGU cui è allocato l'avviamento non hanno subito perdite di valore.

Capitolo 4: *l'impairment test* in un contesto di crisi. Alcuni esempi di realtà aziendali.

Il principio contabile IAS 36 contiene un'intera sezione dedicata all'informativa necessaria da inserire come *disclosure* nel *financial report* di fine esercizio per ognuna delle società che sono obbligate ad effettuare almeno annualmente *l'impairment test*.

Le società devono indicare per ognuna delle classi di attività soggette ad *impairment test*:

- 1) le perdite durevoli di valore individuate dai test nel corso dell'esercizio e i punti del conto economico che hanno interessato tali perdite;
- 2) i ripristini di valore svolti nel corso dell'esercizio e i punti del conto economico che hanno interessato tali ripristini;
- 3) le perdite durevoli di valore individuate dai test e che interessano soltanto lo stato patrimoniale;
- 4) i ripristini di valore che interessano soltanto lo stato patrimoniale.

Per ognuna delle classi di attività, se rileva una perdita di valore o un ripristino, deve indicare, anche una serie di informazioni aggiuntive previste dal paragrafo 130. Queste informazioni hanno la funzione di dare una rappresentazione più chiara possibile di come si sono andate a sviluppare nel corso dell'esercizio le poste scritte in conto economico o in stato patrimoniale e di quali componenti abbiano interessato *l'impairment test*. Ad esempio, alcune informazioni aggiuntive che devono essere inserite nella *disclosure* sono: una completa descrizione delle CGU e dei criteri che hanno portato all'individuazione di tali CGU piuttosto che altre, l'ammontare delle perdite rilevate, i fatti che si ritiene necessitino di una approfondita descrizione, se è stato utilizzato il *fair value* o il valore d'uso, etc. In particolare, al paragrafo 135, è specificato che, se parte o tutto il valore contabile dell'avviamento o di attività immateriali dalla vita utile indefinita è allocato a una molteplicità di unità generatrici di flussi finanziari e l'importo così attribuito a ogni unità non è significativo rispetto al valore contabile totale dell'entità dell'avviamento, è necessario indicare: il valore contabile dell'avviamento, il valore recuperabile dello stesso, svolgere una descrizione degli assunti di base e dell'approccio usato per determinare il valore, se ci sono state modifiche nelle modalità e per quali motivi esse sono state attuate.

Si comprende, da quanto appena scritto, che le società abbiano degli obblighi di informativa piuttosto restrittivi, ma tali obblighi sono stati istituiti per dare massima possibilità agli *stakeholders* e agli *shareholders* di conoscere in ogni dettaglio tutte le informazioni necessarie per poter tutelare i propri interessi.

Nei successivi paragrafi si procederà ad una analisi di *financial reports* di alcune società italiane che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali. Si confronteranno le diverse informative riguardanti gli *impairment test* svolti durante l'esercizio 2011 e si cercherà di individuare sia le linee comuni che i punti di discordanza tra i vari *reports*, nonché con la letteratura di settore. Obiettivo ultimo sarà comprendere se sono state poste in essere le linee guida suggerite per il contesto di crisi e di turbolenza attuale.

Luxottica

Società tra i leader mondiali nella produzione di occhiali, nel corso dell'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2011 il gruppo Luxottica ha generato un record sia di fatturato che di utile netto. Nell'ultimo esercizio la società ha aumentato del 30% gli investimenti acquisendo il gruppo Tecnol, in Sudamerica, e incrementando la capillarità dei negozi *retail* nelle varie aree geografiche in cui opera. Il gruppo si caratterizza da un forte e consistente numero di marchi, sia di proprietà che in licenza, che portano il valore degli *intangible assets* e dell'avviamento ad un valore molto elevato rispetto alla concorrenza di settore. L'avviamento, che nel corso dell'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2010 subì un'*impairment loss* di circa 20 milioni di euro, nel corso dell'ultimo esercizio è stato aumentato di circa euro 200 milioni fino ad un importo pari a circa euro 3.090 milioni dovuto all'acquisizione della controllata Sudamericana.

Cash Generating Units

Il gruppo Luxottica opera in due macro segmenti:

- 1) attività di produzione e distribuzione all'ingrosso verso clienti terzi (definita divisione *Wholesale*);
- 2) attività di distribuzione al dettaglio (divisione *retail*) che a sua volta viene suddivisa nelle aree geografiche in cui opera.

La divisione *wholesale* è la divisione che più genera fatturato nel gruppo e grazie alla quale il gruppo può definirsi “*leader mondiale nella progettazione, produzione e distribuzione e marketing di montature da vista e di occhiale da sole nella fascia di mercato medio-alta e alta, sia con marchi propri che con marchi in licenza*”. La divisione *retail* invece opera tramite alcune catene di distribuzione di proprietà oppure attraverso *brand* in licenza.

In sede di *impairment test* il gruppo ha optato per una distinzione in quattro *Cash Generating Units*, distinte in base ai segmenti in cui opera e in base alle aree geografiche. Le quattro CGU sono: (1) *wholesale*, (2) *retail North America*, (3) *retail Asia and Pacific*, (4) *other retail*, coerente con la logica di fondo di distribuzione dell’entità stessa.

Ci si può chiedere se la decisione di svolgere una divisione in queste quattro CGU sia coerente con i principi dello IAS 36 e della letteratura di settore, poiché non appare che sia stato individuato “*il più piccolo gruppo di attività che comprende l’attività e che genera flussi finanziari in entrata*”¹⁰⁵. In primo luogo si può notare come un più piccolo gruppo di attività rispetto a quanto individuato potrebbero essere i *brand* della catena di distribuzione quali *Vista*, *Pearl Vision*, *Sunglass hut*, etc.. In alternativa si sarebbe potuto effettuare una distinzione per Paese in cui la società vende, come Stati Uniti, Brasile, Turchia, Italia, Australia. Un’ultima alternativa sarebbe potuta essere una divisione in CGU secondo i marchi rappresentanti il gruppo Luxottica nel mondo, quali *Oakley*, *Ray-Ban* e *Persol* solo per citarne alcuni di proprietà, oppure *Bulgari*, *Versace* e *Prada* per citarne alcuni in licenza. In un caso simile il rischio di compensare risultati positivi di *impairment test* con casi evidenti di *impairment loss*, senza che nessuna svalutazione venga rilevata in conto economico, potrebbe risultare elevata.

Scendendo nel merito della scelta ed analizzando più a fondo quanto enunciato dal principio contabile internazionale si comprende come la scelta di considerare le sopraesposte CGU sia stata la scelta più razionale e che più rispecchia le necessità imposte dall’*impairment test*. I marchi ricompresi nel gruppo Luxottica non possono essere definibili come indipendenti tra di loro. La produzione di occhiali, sia da sole che da vista, è svolta in modo indistinto nei poli produttivi dislocati in Italia (Sedico), Brasile e Cina, ove vengono prodotti occhiali di ognuno dei *brand* sopra descritti. Allo stesso modo gli occhiali prodotti non vengono venduti utilizzando canali specifici per ogni *brand*. I negozi ove si possono acquistare occhiali di *brands* in licenza (*Bulgari*) vendono anche occhiali di *brands* di

¹⁰⁵ Principio contabile internazionale n. 36, “*Riduzione durevole di valore delle attività*” Par 68.

proprietà (*Ray-Ban*). Questo rende la scelta di una individuazione delle CGU attraverso i marchi rappresentati da Luxottica una scelta complessa se non addirittura errata.

Non sarebbe corretto nemmeno valutare le unità generatrici di flussi finanziari futuri secondo il metodo delle catene di distribuzione poiché esse, nella maggior parte dei casi, non sono presenti in tutti i mercati in cui è presente il gruppo. Inoltre non vi è una sostanziale differenziazione in mercati, clientela, tipologia di prodotti e/o servizi forniti tale da rendere questa scelta la migliore.

Infine non è plausibile la scelta di individuare le CGU in base ai paesi in cui il gruppo opera e vende, per diversi motivi: a) la società opera in 130 paesi e un'analisi di *impairment* svolta su 130 CGU potrebbe risultare sia poco utile che estremamente lunga; b) è possibile considerare che molti paesi operano nel medesimo mercato, come ad esempio Brasile e Argentina operano nel mercato del Sud America; c) tale distinzione non terrebbe in considerazione i diversi ambiti di distribuzione che il gruppo svolge.

Si conclude, pertanto, che la decisione svolta da Luxottica di svolgere gli *impairment test* su quattro CGU identificate in prima istanza sul canale distributivo (*wholesale e retail*) e in secondo luogo sull'area geografica di appartenenza del canale *retail*, sia corretta poiché rappresenta il più piccolo gruppo di attività individuabili, rappresenta un mercato attivo per il prodotto di un gruppo di attività e, infine, tenga in considerazione sia l'organizzazione del sistema informativo, sia la suddivisione della gestione dell'impresa in elementi diversificati in base a dislocazioni geografiche, sia una differenziazione per tipologia di prodotti e di mercati.

Il valore contabile

Nel caso in esame, il valore contabile dell'avviamento allocato alle *Cash Generating Units* è dato dal valore iscritto al bilancio concluso al 31 dicembre 2010 al quale sono state sommate le poste di competenza dell'esercizio 2011. Tale valore corrisponde al Capitale Investito Netto (CIN) per ogni singola unità, al netto degli *impairment tests* svolti nel corso degli esercizi passati.

Dalla tabella a pagina successiva si può notare quale sia stata l'evoluzione nel corso degli ultimi due esercizi del valore dell'avviamento allocato alle quattro CGU. In tutti i casi l'avviamento ha subito un aumento, dovuto agli investimenti svolti nel corso dell'esercizio 2011. Spicca il valore dell'avviamento nel settore *retail* Sud America, settore in cui Luxottica sta percorrendo una strategia di acquisizioni aziendali e che, come da piano approvato dal top

management, nel corso del 2011 ha avuto il suo massimo di investimenti previsti, acquisendo una quota pari al 20% del gruppo Tecnol che ha portato con se un nuovo stabilimento produttivo. L'avviamento generato da questa acquisizione è stato calcolato pari a euro 122 milioni, aumentando di più del 300% il valore di tale posta nel corso di un solo esercizio.

CGU	2011	2010
<i>Wholesale</i>	<i>1.134.742</i>	<i>1.116.119</i>
<i>Retail Nord America</i>	<i>1.409.353</i>	<i>1.372.638</i>
<i>Retail Asia-Pacifico</i>	<i>381.387</i>	<i>358.317</i>
<i>Retail Altro</i>	<i>165.081</i>	<i>43.323</i>
<u>Totale</u>	<u>3.090.563</u>	<u>2.890.397</u>

Tab. 8: Avviamento allocato nelle CGU di Luxottica negli esercizi 2010 e 2011. (valori espressi in migliaia di euro)

Durante l'esercizio non si sono riscontrate modifiche di investimento o cambi nell'identificazione nelle CGU rispetto agli anni passati. Non si sono verificate neppure cessioni di attività nelle quali fosse incluso l'avviamento. Per questo motivo non si sono dovute adottare misure cautelative aggiuntive nel calcolo del valore contabile al di fuori di una consueta riconciliazione tra saldi contabili di consolidato e attivi netti attribuibili alla *Cash Generating Unit*.

Il fair value

Non vi è traccia, nel calcolo del valore recuperabile delle attività soggette ad *impairment* dell'avviamento, dell'utilizzo del *fair value*. Ciò può essere causato da una duplice motivazione:

- a) durante le fasi precedenti la pubblicazione del bilancio è stato effettuato il calcolo del valore recuperabile sia attraverso il *fair value* che attraverso il valore in uso, ma poiché quest'ultimo è risultato più elevato rispetto al *fair value*, si è proceduto a descrivere soltanto il *value in use*;

- b) il metodo del *fair value* non è stato preso in considerazione poiché è proprio attraverso tale metodo che viene calcolato il prezzo di acquisto cui la società acquisisce le partecipazioni che vengono poi iscritte nelle CGU. Di conseguenza lo stesso CIN risulta identico al *fair value*, rendendo il confronto con lo stesso in sede di *impairment test* poco utile.

Non ci è dato sapere quale delle due ipotesi sia quella che descrive la realtà, poiché nell'informativa ciò non è dichiarato. Né tantomeno ci è dato sapere se possa esserci una terza eventuale ipotesi. Tutto ciò che la *disclosure* specifica, è che per il calcolo del valore recuperabile è stato usato il metodo del valore in uso.

Valore in uso

Come poc'anzi anticipato, il metodo utilizzato per il calcolo del valore recuperabile dell'avviamento è il metodo del *Value in use*.

Anche se non specificato chiaramente, si intuisce che Luxottica abbia utilizzato il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) per il calcolo del valore in uso, attualizzando i flussi finanziari futuri approvati dalle migliori stime dell'alta direzione attraverso il *weighted average cost of capital*.

È opportuno premettere che dallo studio delle informazioni a disposizione dello *stakeholder* appare che il gruppo viva una situazione economico-finanziaria stabile e in crescita, che i piani aziendali stilati dall'alta direzione negli esercizi passati vengano costantemente controllati e che non vengano mai disattesi. Ciò rende il calcolo del valore recuperabile attraverso il processo del valore in uso, un processo del tutto legittimo e consigliabile.

Per il calcolo di tale valore sono stati usati un tasso di crescita pari al 2% e un tasso Wacc pari all'8,1%. Tale tasso di crescita è definito dalla *disclosure* come: “*in linea con il tasso di crescita atteso per l'ultimo anno di piano per segmento manifatturiero dei paesi in cui la CGU opera*”. Per quanto concerne il tasso di sconto, esso è stato calcolato considerando:

- 1) un *beta* rappresentativo del rischio sistematico della società nel mercato italiano pari a 0,715¹⁰⁶, dimostrando una volatilità del proprio titolo inferiore rispetto a quello della media di mercato;
- 2) un rischio paese implicito nel calcolo del CAPM attraverso l'utilizzo di delle obbligazioni italiane (BOT) come tasso *free risk* e, presumibilmente, un *equity risk premium* di stampo *unconditional*;
- 3) un costo del debito coerente con un tasso *yield to maturity*, che rispecchia il rating BBB+ assegnato a Luxottica da *Standard & Poors*, ossia 3,86%, pari ad un rating obiettivo di 2,03% ed un *credit spread* di 1,83%, per un *yield to maturity* di 5-10 anni¹⁰⁷.

Il valore recuperabile della *cash generating unit* è stato determinato usando le proiezioni dei flussi di cassa fondati sul piano aziendale triennale per il periodo 2012-2014 predisposto e approvato dall'alta direzione, sulla base dei risultati conseguiti negli esercizi precedenti e dalle aspettative del management relativamente all'andamento del mercato del settore in cui sono posizionati i segmenti in cui sono suddivise le CGU. Non vi è menzione di eventuali analisi multi-scenario, né di quale percorso sia stato svolto per l'ottenimento del "piano base" o medio-rappresentativo.

I flussi di cassa futuri relativi al settore *retail* rispecchiano l'utilizzo di prezzi di trasferimento¹⁰⁸ a condizioni di mercato. Ciò accade poiché all'interno del gruppo molti lotti di produzione vengono trasferiti da una società del gruppo ad un'altra ad un valore solitamente inferiore rispetto al prezzo di mercato, mentre i dettami dello IAS 36 richiedono che tali valori vengano aggiustati al fine di avere una rappresentazione più corretta della realtà aziendale. Ciò era necessario in quanto le *cash generating units* appartenenti a tale settore sono unità generatrici di flussi finanziari distinti e indipendenti i cui prodotti godono di un mercato attivo.

Il *terminal value* è stato calcolato con il metodo della rendita perpetua moltiplicata per il tasso di crescita esposto in precedenza, coerente con il tasso di crescita di lungo periodo del settore dell'occhialeria dal 2014. In un contesto di stabilità offerta dalla società, di realizzazione dei propri piani finanziari, di un coefficiente *beta* inferiore all'unità, il metodo

¹⁰⁶ Questa informazione è stata reperita sul web all'indirizzo:

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=StudiDownloadFree&filename=pdf%2F11263.pdf>

¹⁰⁷ Dati reperiti all'indirizzo web:

<http://www.bonddeskgroup.com/main/market-data/yield-curves/yield-matrix>

¹⁰⁸ Come richiesto dal principio contabile internazionale n. 36, "Riduzione durevole di valore delle attività" Par 71.

utilizzato dalla società appare legittimo. Non si riscontra la necessità di considerare un rischio maggiore nel tasso, né tantomeno la necessità di utilizzare formule più penalizzanti rispetto a quella utilizzata dal management.

Conclusione

I risultati dell'*impairment test* per le CGU di Luxottica group S.p.A. hanno dato esito positivo, dimostrando che il valore in uso delle attività risulta notevolmente superiore rispetto al valore contabile e che pertanto non vi è necessità di procedere ad una svalutazione di tale *asset*. La differenza tra i due valori è tanto notevole da portare il tasso di sconto che renderebbe il valore recuperabile delle CGU pari al loro valore recuperabile dovrebbe essere compreso tra il 17% e il 20%, valore sensibilmente più alto rispetto all'8,1% utilizzato. Questo dato è strettamente legato al tasso di crescita *g* del settore che, nel caso fosse negativo come accade in altri settori che stanno ancora risentendo notevolmente della crisi, potrebbe portare ad una possibile *impairment loss*. Infine si specifica che nella *disclosure*, il top management ha segnalato come, in considerazione della significatività delle eccedenze descritte nel *financial report* riguardanti la situazione dell'*impairment test*, un eventuale cambiamento ragionevolmente possibile delle *assumptions* prese in considerazione per il calcolo del test, non porterebbe a risultati significativamente differenti.

Barilla

Barilla è probabilmente uno tra i marchi italiani più famosi nel mondo. Nata nel 1877 da un piccolo pastificio in Emilia-Romagna, la società nel corso degli anni è diventata la società produttrice di pasta più grande in Italia. Nell'ultimo esercizio ha maturato un fatturato in lieve flessione (-2%) rispetto al fatturato dell'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2010, portando tale valore a circa 3.916 milioni di euro. Il gruppo produce i propri prodotti in 21 paesi nel mondo ed esporta in oltre 100 nazioni: il 57% del fatturato di gruppo, costituito prevalentemente dalle due società produttrici Barilla G. e R. Fratelli e la tedesca Lieken GA, è maturato nel mercato estero. Dallo scoppio della crisi la società ha deciso di modificare i propri piani strategici con l'obiettivo di puntare maggiormente al proprio *core business*: pasta, sughi, panificati, pasti pronti e prodotti da forno. Secondo questo percorso strategico, nell'esercizio 2011 sono stati effettuati degli investimenti sia dal punto di vista della produzione di sughi pronti, acquistando un impianto produttivo in Italia, che dal punto di vista

della ricerca e sviluppo, attraverso l'impegno in un centro *a latere* ad esso dedicato, denominato *Group Research, Development & Quality*. Sono inoltre stati effettuati disinvestimenti rappresentati dalla vendita di una società partecipata operativa nel settore della logistica.

Cash Generating Units

Al contrario di quanto detto per la precedente entità, Barilla non possiede un numero elevato di *brand* nel gruppo. Essa opera nel mercato italiano attraverso quattro marchi principali, due dei quali per la produzione della pasta (Barilla e Voiello), uno per la produzione di prodotti da forno e merende (Mulino Bianco, che, poiché è stato prodotto internamente, non comparirà nel calcolo dell'*impairment test* sull'avviamento, secondo le norme dell'OIC) e infine uno per la produzione di pasticceria (Pavesi). Vi sono altri marchi ricompresi nel nome del gruppo, che producono e vendono in paesi all'estero, ma il loro peso è notevolmente inferiore rispetto ai marchi summenzionati.

Ciò ha spinto l'Amministrazione ad effettuare una divisione delle proprie unità generatrici di flussi finanziari in quattro gruppi di attività, secondo una logica di rappresentazione dei segmenti di mercato nei quali la società opera: *Business Unit Meal Solutions*, *Business Unit Bakery*, *Business Unit North America* e *Business Unit Number 1*. Una siffatta distinzione rispecchia una divisione a stampo geografico: la *Business Unit North America* è l'unica CGU cui fanno capo gli investimenti del gruppo nel continente d'oltreoceano, mentre i restanti gruppi di attività rappresentano i segmenti di produzione di Barilla nel continente Europeo (unico altro continente in cui il gruppo opera in modo rilevante).

Tale divisione risulta coerente con i dettami del principio contabile internazionale 36. Essa infatti rappresenta: l'organizzazione del sistema informativo utilizzato dalla direzione dell'impresa; la suddivisione della gestione dell'impresa in dislocazioni geografiche; la tipologia di prodotti. Al contrario sorgono dubbi se una siffatta distinzione rispecchi il principio secondo cui è necessario individuare il più piccolo gruppo di attività. Da una analisi approfondita della *disclosure* non si riscontrano fatti, eventi o caratteristiche peculiari nella struttura produttiva o distributiva che potrebbero dare una motivazione plausibile sulla scelta di CGU così vaste. Sussiste il rischio che in un caso simile, in cui la CGU individuata può non essere il più piccolo gruppo di attività, si proceda ad eventuali compensazioni di valori positivi e negativi che altererebbero il risultato finale dell'*impairment test*, portando la società

a non evidenziare in conto economico le perdite durevoli di valore delle attività immateriali maturate nel corso dell'esercizio¹⁰⁹.

In conclusione l'individuazione delle CGU operata da Barilla non appare come una divisione coerente con quanto suggerito dalla letteratura specialistica, nonostante tale opinione sia direttamente correlata ad una informativa poco approfondita sull'argomento nella nota integrativa.

Valore contabile

Il valore contabile dell'avviamento allocato alle *Cash Generating Units* da parte del gruppo Barilla Holding S.p.A. è classificato come attività immateriale a vita utile indefinita¹¹⁰ ed è calcolato come la differenza positiva tra il costo di acquisto e la quota di interessenza del gruppo nel *fair value* delle attività, passività e passività potenziali acquisite nell'ambito di un'aggregazione aziendale. Poiché le attività sono valutate al costo, così l'avviamento verrà iscritto a bilancio al valore del Capitale Investito Netto utilizzato per acquisire tale *asset*.

Nel caso in esame, la voce dell'avviamento è prevalentemente allocata alla CGU *Bakery* e ha subito soltanto un lieve aumento, nel corso dell'esercizio, pari a euro 251.000, dovuto alle differenze di cambio maturate nel corso dell'ultimo esercizio. Il valore così ottenuto si attesta a circa euro 508 milioni, di cui 507 direttamente allocate alla *Cash Generating Unit Bakery*. La realtà descritta dalla tabella seguente rappresenta il piano strategico sopra evidenziato: il gruppo ha approvato un piano nel quale si impegna ad aumentare la rilevanza del proprio *core business* e punta a diminuire le attività *a latere*. Ci si chiede infine il motivo per cui sia ancora ricompresa la *Cash Generating Unit* legata al settore della logistica quando nella nota integrativa è espresso che, nel corso dell'esercizio, la società *Number 1* è stata ceduta. Tale informazione non inficia la sostanzialità del risultato dell'*impairment test* svolto, in quanto si afferma che soltanto 1 milione di euro, circa, su un totale di circa 508, è stato allocato alle tre CGU rimanenti: *Meals solution*, *North America* e *Number 1*.

¹⁰⁹ Si rimanda al paragrafo 2.2.2 per una più approfondita disamina di questo argomento.

¹¹⁰ Come previsto dallo IAS 38 "*Intangible Assets*"

	Avviamento
Saldo iniziale 01.01.2010	486.403
Differenze da cambio	21.463
Saldo iniziale 01.01.2011	507.866
Differenze da cambio	251
Saldo finale 31.12.2011	508.117
di cui - Bakery	507.033
- altro	1.084

Tab. 9: L'avviamento allocato alle CGU di Barilla si è incrementato sia nel 2010 che nel 2011 grazie alle differenze su cambi registrate nel corso dei due esercizi. (valori espressi in migliaia di euro)

Il fair value

Così come accaduto con il precedente esempio, anche in questo caso non vi è traccia, nel calcolo del valore recuperabile delle attività soggette ad *impairment* dell'avviamento, dell'utilizzo del *fair value*. Le motivazioni plausibili sono le medesime di quanto già detto in precedenza:

- a) durante le fasi precedenti la pubblicazione del bilancio è stato effettuato il calcolo del valore recuperabile sia attraverso il *fair value* che attraverso il valore in uso, ma poiché quest'ultimo è risultato più elevato rispetto al *fair value*, si è proceduto a descrivere soltanto il *value in use*;
- b) il metodo del *fair value* non è stato preso in considerazione poiché è proprio attraverso tale metodo che viene calcolato il prezzo di acquisto cui la società acquisisce le partecipazioni che vengono poi iscritte nelle CGU. Di conseguenza lo stesso valore contabile risulta identico al *fair value*, rendendo il confronto con lo stesso in sede di *impairment test* poco utile.

Non ci è dato sapere quale delle due ipotesi sia quella che descrive la realtà, poiché nell'informativa ciò non è dichiarato. Né tantomeno ci è dato sapere se possa esserci una terza eventuale ipotesi. Tutto ciò che la *disclosure* specifica, è che per il calcolo del valore recuperabile è stato usato il metodo del valore in uso.

Valore in uso

Il valore recuperabile delle *Cash Generating Units* è stato calcolato secondo il metodo del valore in uso, valutato con il metodo del *Discounted Cash Flow*. Nonostante non sia espresso chiaramente il metodo utilizzato, si perviene a tale conclusione leggendo quanto scritto nella nota integrativa del *Financial Report 2011*: “il valore recuperabile dei gruppi di cash generating unit è stato determinato in base al valore d’uso, ossia al valore attuale dei flussi finanziari futuri che si prevede saranno associati ai gruppi di cash generating unit”.

Il metodo del DCF prevede, come visto nei paragrafi precedenti, il calcolo di flussi finanziari secondo l’elaborazione prevista dal management del gruppo, il calcolo di un *terminal value* e infine l’individuazione di un tasso di attualizzazione corrispondente al *wacc*.

I flussi finanziari futuri attesi utilizzati coprono un arco temporale pari a cinque anni, valore massimo previsto dallo IAS 36, dopo i quali è stato utilizzato il valore terminale. Queste scelte non appaiono coerenti con quanto suggerito dal documento pubblicato dall’OIV¹¹¹, poiché in esso si suggerisce di ridurre l’orizzonte temporale dei piani aziendali per poter limitare il peso del rischio che la crisi attuale genera nella realizzazione dei piani stessi. Ciò a maggior ragione se, da una analisi svolta dallo stesso *top management* societario, risulta che l’entità stia vivendo un periodo di stabilità in un settore che sta subendo delle decise contrazioni¹¹².

Riguardo ai piani economici della società, l’amministrazione specifica che: “I piani vengono sviluppati con dettaglio variabile a seconda delle esigenze e delle significatività delle variabili scelte partendo da una serie di indicatori macroeconomici chiave (es. tassi di cambio, tassi di inflazione, dinamica attesa nei vari mercati) e da target economico-finanziari. L’elaborazione del piano di riferimento, qualitativa e quantitativa, è approvata dal management del gruppo”. Dall’analisi di quanto riportato, insieme a quanto scritto nel bilancio di gruppo, si può pervenire alla conclusione che la società abbia una capacità previsionale qualitativamente elevata (la dimostrazione risiede, per esempio, nell’essere riusciti ad estinguere un finanziamento a lungo termine con un esercizio di anticipo), che ricorra all’utilizzo di una analisi multi-scenario e, infine, che utilizzi un piano medio-rappresentativo come piano base per il calcolo dei flussi finanziari attesi. L’analisi di significatività delle variabili chiave è un processo complesso il cui risultato porta ad un maggiore controllo della variabilità degli scenari e ad una migliore conoscenza delle relazioni che intercorrono tra le variabili chiave e i valori ottenibili come flussi finanziari futuri attesi.

¹¹¹ *Discussion paper “Impairment test dell’avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale – Linee Guida –”* pubblicato il 18 gennaio 2012.

¹¹² Si legga a riguardo il bilancio 2011 della società al paragrafo: “Lettera del Presidente”.

Di conseguenza, avendo svolto una analisi di significatività, la società ha la capacità di rispondere opportunamente alle variazioni inattese derivanti dalle fluttuazioni del mercato, modificando *in itinere* alcune variabili chiave endogene per riuscire a massimizzare i flussi finanziari attesi.

Il tasso di sconto utilizzato per il calcolo dell'*impairment test* da parte del gruppo corrisponde al 7,1%. Le componenti di tale tasso sono:

- 1) un coefficiente di rischio sistematica *beta* stimato pari a 0,87¹¹³ dimostrando una volatilità del proprio titolo inferiore rispetto a quello della media di mercato europeo;
- 2) un costo del debito di difficile individuazione poiché l'indice Barilla non è valutato dalle società di rating internazionali;
- 3) un costo del capitale di ancor più difficile individuazione poiché non è specificato dalla *disclosure* se la società ha optato per l'inclusione del rischio Paese nel calcolo del *risk free* (utilizzando i BOT) o nel calcolo dell'*equity risk premium*. Si ritiene ipotizzabile che la società, data la forte componente multinazionale, abbia utilizzato un approccio europeo nel calcolo di tali componenti e, pertanto, che abbia calcolato il proprio costo del capitale attraverso l'utilizzo di un *interest rate swap* come tasso privo di rischio, e un tasso ERP *conditional* con un *beta* riferito all'indice di borsa europeo.

Paragonato al tasso di sconto utilizzato dalla precedente società analizzata, il *wacc* risultante dal calcolo effettuato dall'amministrazione del gruppo appare sottostimato. In presenza di un contesto di crescita azzerata, il rischio di realizzazione dei piani risulta sensibilmente maggiore. Da un'analisi delle statistiche in possesso, appare evidente come la crisi finanziaria che ha colpito l'economia globale si sia abbattuta con più violenza nel settore della produzione di cibo rispetto alla produzione di occhiali. Questa affermazione è confermata anche e soprattutto dall'incremento del prezzo delle materie prime nel corso degli ultimi tre-quattro esercizi. Data la mancanza di alcune informazioni rilevanti nella *disclosure* del gruppo, non è dato sapere quali variabili abbiano permesso al tasso di sconto di rimanere poco elevato.

Per quanto concerne il *terminal value*, esso è stato così calcolato:

¹¹³ Dati reperiti all'indirizzo web:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

- la componente di flusso deriva dalla rendita perpetua basata sull'ultimo anno di previsione;
- il tasso di normalizzazione deriva da una decisione del *top management* di utilizzare un tasso di crescita *g* pari al 2%, specificando che in tal caso il tasso utilizzato corrisponde, normalmente, alla “*misura non eccedente il tasso medio di crescita a lungo termine del settore, del paese o del mercato nel quale l'unità opera*”

Ci si chiede se, poiché è previsto dalle stesse consuetudini aziendali, non fosse stato legittimo utilizzare un tasso di crescita minore, dato che la stessa amministrazione aziendale dichiara che il settore in cui il gruppo opera è in recessione.

Conclusioni

Secondo le assunzioni utilizzate da Barilla Holding S.p.A. il risultato di *impairment test* del gruppo ha dato esito positivo, dimostrando che l'avviamento allocato nella CGU *Bakery* non ha subito svalutazioni nel corso dell'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2011. Il valore recuperabile dell'attività è infatti “*ampiamente superiore al valore di libro*”¹¹⁴.

L'utilizzo di tali termini sembra dimostrare che anche in presenza di un tasso di sconto maggiore e/o di un tasso di crescita minore, il risultato non sarebbe stato diverso, seppur con valori assoluti meno ampi. In mancanza di maggiori informazioni a riguardo appare evidente come un ipotetico *stakeholder* non sia messo nella miglior situazione possibile per poter valutare oggettivamente la situazione economico-finanziaria del gruppo.

Fiat

Fiat S.p.A. è probabilmente la più grande società italiana al mondo, sia in termini di fatturato che in termini di presenza nei mercati mondiali. Nata a Torino nel 1899 per opera della comune volontà di una decina tra aristocratici, possidenti, imprenditori e professionisti torinesi di impiantare una fabbrica per la produzione di automobili, si sviluppa a tal punto da arrivare, ai giorni nostri ad operare in 43 paesi e a maturare un fatturato annuo pari a quasi 60 miliardi di euro.

¹¹⁴ Testuali parole utilizzate nella nota integrativa di Barilla Holding S.p.A. in riferimento al valore dell'avviamento a conclusione dell'*impairment test*.

Nel corso dell'ultimo esercizio conclusosi al 31 dicembre 2011 la società ha continuato nel processo di acquisizione della controllata Chrysler. Grazie all'acquisto di un ulteriore 16% del capitale della società Chrysler Group LLC, Fiat ha portato la propria partecipazione al 46% che, considerati i diritti di voto potenziali in tale data, ha concesso al gruppo di acquisire il controllo ai sensi dei principi contabili internazionali. Nel corso dei mesi seguenti un ulteriore 7,5% è stato acquisito, portando Fiat a detenere la maggioranza delle azioni di Chrysler.

Nel medesimo esercizio è stata portata a termine una scissione che aveva avuto inizio nel corso dell'esercizio precedente. Tale scissione parziale proporzionale è stata messa in atto per concludere un progetto strategico di separazione dei business in cui la società era operante. Attraverso tale scissione la società Fiat S.p.A. è stata scissa a favore della società Fiat Industrial S.p.A. che ha incorporato in sé i business delle macchine per l'agricoltura, della costruzione, dei veicoli industriali e delle attività "*Industrial & Marine*", lasciando alla scissa i settori: Fiat Group Automobiles, Maserati, Ferrari, Magneti Marelli, Fiat Powertrain, Teksid e Comau, ai quali si è aggiunto Chrysler verso metà anno.

Dall'operazione appena descritta si comprende come la volontà della direzione sia quella di completare un percorso strategico atto a dare maggiore peso al *core business* della società (produzione di autovetture), portando la gestione della parte *Industrial* in una società diversa. Questo piano strategico ha la funzione di ridurre i costi di struttura del gruppo con l'obiettivo di affrontare al meglio la crisi economico-finanziaria profonda che sta colpendo il settore auto nel corso degli ultimi anni.

L'avviamento del gruppo è aumentato nel corso dell'esercizio per un importo pari a quasi dieci volte tanto il valore iscritto a bilancio alla data del 31 dicembre 2010. Ciò è dovuto all'acquisizione della società Chrysler per la sua quota di controllo, che ha portato con sé un valore di avviamento pari a circa euro 8.621 milioni. All'interno del gruppo, infatti, il valore dell'avviamento non è mai stato rilevante prima dell'esercizio appena conclusosi. Come si potrà vedere più nel dettaglio nei paragrafi successivi, in passato il valore di questo *intangible asset* non è mai stato significativo rispetto ai valori di bilancio consolidato, poiché in sede di prima applicazione degli IFRS con il bilancio del 2004 fu deciso di non rendere l'applicazione dei principi contabili internazionali retroattiva.

Cash Generating Units

Non vi è una lista completa, nel bilancio d'esercizio 2011, che descriva la totalità delle *Cash Generating Units* individuate dal gruppo. Vi sono però numerosi riferimenti ad alcune CGU che sono state interessate da movimentazioni del valore dell'avviamento. Questo permette al lettore di comprendere come la decisione presa dalla società è stata quella di dividere l'entità in una molteplicità di CGU, ognuna delle quali rappresenta un settore di mercato, di clientela o di tipologia di servizi. Alcuni esempi di *Cash Generating Unit* individuabili sono: Chrysler, Ferrari, Magneti Marelli, Fiat Powertrain, Prodotti Metallurgici, Pico, System e Comau Mexico.

La scelta svolta dalla direzione sembra essere coerente con quanto stabilito dai principi contabili internazionali e dalla letteratura di settore, poiché rispecchia ogni variabile richiesta. Esse descrivono sia il più piccolo gruppo di attività indipendente generatore di flussi finanziari attesi, sia la disposizione che prevede che *“se esiste un mercato attivo per il prodotto di un'attività o di un gruppo di attività, tale attività deve essere identificata come un'unità generatrice di flussi finanziari, anche se alcuni o tutti i prodotti sono usati internamente”*.

Il valore dell'avviamento è prevalentemente allocato alla CGU Chrysler, conseguentemente all'acquisizione avvenuta nel corso dell'esercizio 2011. Tale avviamento corrisponde a circa euro 9.585 milioni su un totale, a livello di avviamento di consolidato, pari a circa euro 10.443. Il restante valore è distribuito tra le CGU sopra elencate, tra le quali spicca il valore allocato alla CGU Ferrari pari a 786 milioni di euro.

La scelta di suddividere l'entità in tante e tali CGU non appare soltanto una scelta coerente con i principi contabili internazionali, ma anche coerente con la struttura e la strategia della società stessa. I prodotti a marchio Fiat, o comunque prodotti dalla stessa, rispondono a linee di mercato notevolmente differenti tra di loro. Vi sono, per esempio, autovetture per il mercato italiano che coprono tutti i segmenti del mercato (Fiat, Alfa Romeo, Lancia e Ferrari producono ognuna autovetture per fasce di clienti molto diverse), così come vi sono autovetture per il mercato americano (Chrysler). Fiat inoltre si è espansa, negli anni passati, sia verticalmente (componenti per le autovetture, si pensi ad esempio al marchio Magneti Marelli), sia orizzontalmente (produce ad esempio autotrasporti con il proprio marchio Iveco). Oltre a ciò, la società si è espansa anche in mercati europei ed extra europei, acquisendo negli anni alcune società operative nei mercati locali e trasformandole in impianti produttivi e distributivi del marchio della controllante. Infine si è investito anche in settori

apparentemente poco collegati con la costruzione di autovetture, come nell'editoria e comunicazione (La Stampa) e società finanziarie. Tale vastità di diversificazioni comporta la necessità di mantenere un numero molto elevato di CGU per poter mantenere una coerente visione di insieme, nonché una coerente struttura adatta al calcolo delle eventuali perdite durevoli di valore.

Valore contabile

Come già accennato, il valore dell'avviamento, a livello di gruppo, è costituito per la sua principale parte dall'avviamento che si è generato in sede di acquisizione della controllata Chrysler. Tale società è stata consolidata nel gruppo nel corso dell'esercizio 2011 grazie all'acquisto di un ulteriore 23.5% delle azioni, arrivando così al possesso del 53,5% del patrimonio netto totale.

La quasi assenza di avviamento nel bilancio consolidato dell'esercizio 2010 è dovuta prevalentemente al fatto che l'amministrazione ha optato, in sede di prima adozione degli IFRS al 01 gennaio 2004, di non applicare l'IFRS 3¹¹⁵ in via retroattiva. Ciò ha causato che l'avviamento generato su acquisizioni precedenti la data di transizione sia stato mantenuto al precedente valore determinato secondo i principi contabili nazionali (al netto quindi degli ammortamenti).

Come previsto dai principi contabili internazionali, Fiat S.p.A. rileva le aggregazioni aziendali secondo l'*acquisition method*. Tale metodo è l'unico metodo utilizzabile per l'iscrizione della posta in stato patrimoniale e prevede che esso sia determinato come differenza tra due componenti. La prima componente è data dal corrispettivo trasferito nell'aggregazione aziendale, al quale va assommato il valore di eventuali quote minoritarie, valutate al *fair value*, già possedute da parte dell'acquirente nell'acquisita. La seconda componente corrisponde al valore netto delle attività acquisite e delle passività assunte alla data di acquisizione. Se dalla differenza appena esposta il primo addendo è maggiore del secondo, si procederà ad una iscrizione della differenza come avviamento, in caso contrario la società rileverà immediatamente nel conto economico la differenza come provento derivante dalla transazione conclusa.

Nel caso in esame, il gruppo sta procedendo ad una acquisizione della partecipazione in più fasi (*step acquisition*). Si ha una *step acquisition* quando una società, che sia già in

¹¹⁵ Principio contabile internazionale IFRS 3 "Aggregazioni aziendali", par. 79 e ss.

possesso di una quota di minoranza del patrimonio netto di una seconda società, procede all'acquisto in più fasi di ulteriori quote sino ad ottenere il controllo effettivo della partecipata. Questo tipo di acquisizione richiede un particolare trattamento nella valutazione della partecipazione già posseduta nel momento in cui si passi da una semplice partecipazione minoritaria ad un effettivo controllo della società partecipata. Secondo quanto specificato dall'IFRS 3, l'entità acquirente deve procedere ad una nuova valutazione della partecipazione già detenuta prima dell'acquisizione del controllo, in base al *fair value* della stessa alla data dell'acquisizione. Se dal confronto tra il *fair value* e il valore contabile iscritto a bilancio di tale partecipazione risulta un valore maggiore o minore, questa differenza dovrà essere iscritta in conto economico come plusvalenza o minusvalenza.

L'avviamento così ottenuto dal processo di aggregazioni aziendali è iscritto da Fiat al costo alla data di acquisizione. Come previsto dai principi contabili internazionali, tale posta non viene sottoposta ad ammortamento, ma a verifiche almeno annuali per valutare se vi sono state riduzioni di valore nel corso del periodo intercorso. Poiché il gruppo opera in diversi settori, con diverse valute estere, il valore dell'avviamento è iscritto a bilancio attraverso il tasso di conversione della data di acquisizione. Durante gli esercizi successivi tale valore è aggiornato secondo il tasso di cambio medio dell'esercizio.

Il fair value

Non vi è una descrizione, nel bilancio di Fiat S.p.A., dell'utilizzo del metodo del *fair value* per il calcolo dell'*impairment test*. A differenza di quanto accaduto per le precedenti società oggetto di analisi, però, nella *disclosure* è specificato che, in sede di aggregazioni aziendali, il corrispettivo trasferito è valutato in base al metodo del valore equo. Tale valore è calcolato come la somma dei *fair value* delle attività trasferite e delle passività assunte dal gruppo alla data di acquisizione e degli strumenti di capitale emessi in cambio del controllo dell'impresa acquisita. Da tale definizione si evince che, nel caso in esame, il valore della CGU iscritta a libro contabile corrisponde al valore di *fair value* della stessa. Di conseguenza, per verificare eventuali perdite durevoli di valore nelle attività, è sufficiente confrontare il valore contabile con il valore in uso. Se il valore in uso risulta minore del valore contabile si procederà ad una iscrizione in conto economico di un'*impairment loss*.

Valore in uso

Il valore in uso è stimato, da Fiat S.p.A., attraverso il metodo del *Discounted Cash Flow*, con il quale si cerca di attualizzare i flussi finanziari futuri attesi attraverso un tasso di sconto denominato *wacc* e calcolato attraverso il metodo del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)¹¹⁶. Questo metodo non si discosta da quanto svolto dalle società analizzate in precedenza.

I flussi finanziari attesi previsti per la CGU Chrysler (l'unità generatrice di flussi finanziari a cui è allocato 92% dell'avviamento del gruppo) derivano dai piani aziendali effettuati dalla società controllata stessa nel corso dell'esercizio 2010 e aventi durata quadriennale. Data la ridotta temporalità di tale piano e, soprattutto, dato che gli obiettivi per i primi due esercizi di piano sono già stati raggiunti, è ragionevole ipotizzare che tali piani possano assurgere a "piano base" e vengano considerati come rappresentati della realtà più probabile. I valori espressi dal piano aziendale in questione rispecchiano la necessità, sorta con lo scoppio della crisi, di avere un piano costantemente aggiornato e che tenga in considerazione tutti gli eventi significativi insorti dal gennaio 2010 alla data dell'attuale *impairment test*. Ciò è desumibile dal fatto che i primi due esercizi descritti dal piano hanno ottenuto gli obiettivi prefissati. Poiché tale piano è stato stilato in un periodo in cui la crisi economica aveva già raggiunto il suo culmine, si ipotizza che le *assumptions* utilizzate rispecchino correttamente il clima di incertezza e volatilità che il contesto richiede.

Per quanto concerne i piani strategici previsti per le altre CGU interessate da avviamento, Fiat S.p.A. ha apportato alcune modifiche "*ritenute necessarie per gli anni successivi al 2012 per tenere conto, in senso cautelativo, del contesto economico-finanziario e di mercato caratterizzati da un elevato livello di incertezza, soprattutto nell'Eurozona*". A tal punto viene inoltre specificato che i flussi derivanti da tali piani hanno tenuto conto del processo di riallineamento strategico delle attività produttive e commerciali di Fiat con Chrysler.

I flussi di cassa previsti dai piani sono stati stimati in euro per le CGU operanti in Europa, e in dollari per Chrysler.

Il tasso di sconto *wacc* applicato per normalizzare i flussi finanziari futuri attesi di Chrysler corrisponde ad un tasso indicizzato al costo del denaro pari al 9,7%. Tale tasso è stato calcolato sulla base di:

¹¹⁶ Per poter avere una visione della formula matematico-finanziaria che soggiace al calcolo del valore in uso in questione, si veda quanto scritto al paragrafo 3.5 "*valore in uso*".

- un costo del debito corrispondente ad uno *yield to maturity* pari al 5,4%¹¹⁷, calcolato su un rating S&P's di B+ con *outlook* positivo¹¹⁸;
- un rapporto tra capitale investito e debito estrapolati da una analisi comparata di un gruppo di imprese operanti nel medesimo settore automobilistico;
- un *beta* anch'esso calcolato attraverso una analisi comparata di imprese del settore automobilistico americano pari a 1,73, dimostrando un indice di volatilità più elevato rispetto al mercato domestico¹¹⁹;
- un rischio paese implicito nel calcolo del CAPM attraverso l'utilizzo della curva dei tassi di rendimento dei titoli di stato statunitensi come tasso *free risk* e, presumibilmente, un *equity risk premium* di stampo *unconditional*;

Il valore terminale della CGU è stato calcolato sulla base dei flussi previsti per l'esercizio 2015 coerenti con la previsione dei migliori piani approvati dal management e normalizzati ad un tasso di sconto comprensivo di un saggio di crescita di lungo periodo prudentemente tenuto a 0%, nonostante le previsioni effettuate dalla società ritengano ragionevole un tasso di crescita compreso tra il 2% e il 3%.

In sede di *impairment test* è stata svolta anche una *sensitivity analysis* con la quale si è voluto analizzare quale risultato si sarebbe ottenuto se si fossero verificati scenari alternativi peggiorativi rispetto a quello base utilizzato. Anche incrementando il tasso di sconto pari al 13% con un tasso di crescita di lungo periodo dello 0%, la CGU oggetto d'analisi (Chrysler) non avrebbe subito una riduzione durevole di valore. Ciò dimostra che non è risultato necessario procedere a svalutazioni di tale attività nel corso del 2011.

Quello svolto sulla CGU Chrysler non è però l'unico *impairment test* svolto in riferimento all'avviamento da parte della società Fiat S.p.A.:

- 1) in riferimento all'avviamento allocato alla CGU Ferrari, esso considera i flussi di cassa operativi derivanti sia dalle stime insite nel budget 2012, sia dalle previsioni dell'andamento del business operate in senso cautelativo, tenendo conto del contesto di crisi, estrapolate per gli anni successivi sulla base di un tasso di crescita di lungo termine pari al 2%. Il tasso di attualizzazione al netto delle imposte corrisponde all'8,7%. Anche in questo caso il valore dell'avviamento calcolato con

¹¹⁷ Come calcolato dalla FINRA – *Investor Information* all'indirizzo web:

<http://cxa.gtm.idmanagedsolutions.com/finra/BondCenter/BondDetail.aspx?ID=MTcxMjFFQUQ5&Range=1year&GraphType=Yield>

¹¹⁸ <http://www.bloomberg.com/news/2011-06-02/chrysler-group-assigned-b-corporate-credit-rating-by-s-p-1.html>

¹¹⁹ Il valore del beta qui descritto è stato reperito all'indirizzo <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

il metodo del valore in uso è sensibilmente maggiore rispetto al valore contabile, soprattutto grazie alla particolarità del settore;

- 2) in riferimento all'avviamento allocato a CGU minori quali Pico, System, Comau Mexico, Magneti Marelli, Fiat Group Automobiles e Prodotti Metallurgici, sono state riscontrate delle perdite durevoli di valore che sono state contabilizzate nel conto economico dell'esercizio. Utilizzando i medesimi metodi sopra descritti, con la dovuta precisazione che tali CGU operano in mercati diversi e pertanto sono stati utilizzati dei tassi *country risk* specifici, sono state individuate svalutazioni nell'avviamento complessive per: 224 milioni di euro.

Conclusione

I documenti analizzati riguardanti la società Fiat S.p.A. descrivono una situazione contestuale non semplice. Il tasso di attualizzazione utilizzato, la valutazione proposta dalle società di *rating*, un tasso di crescita previsto pari allo 0% (anche se in via cautelativa), descrivono una situazione non florida per il gruppo. Ciononostante i metodi utilizzati e soprattutto la capacità informativa nei confronti degli *stakeholders* appaiono perfettamente in linea con i dettami sia degli IAS/IFRS, sia con quelli proposti dall'OIV. La società si dimostra solida e offre ai portatori di interesse ogni informazione possa essere ritenuta necessaria per valutare la possibilità di continuare ad investire nel gruppo.

Benetton

Benetton nasce nel 1965 per volere della famiglia trevigiana Benetton. In 50 anni di storia si è espansa a tal punto da diventare uno dei marchi più conosciuti al mondo esportatori del *made in italy* nel settore dell'abbigliamento.

Nel corso dell'esercizio 2011 la società ha affrontato un esercizio in cui tutti i principali indici ed indicatori hanno subito una leggera flessione. I ricavi sono calati dell'1%, l'EBITDA del 15%, il risultato operativo del 15,4% e il ROE è passato da 6,9 a 4,92. Ciò è dovuto prevalentemente al contesto di crisi e al rallentamento dei mercati in cui opera il gruppo. Al contrario delle premesse, il numero di dipendenti è aumentato, segno questo che il gruppo punta ad affrontare la grave situazione congiunturale attuale puntando sugli investimenti sia dal punto di vista distributivo che nei punti vendita.

Per una maggiore precisione la società ha ottenuto risultati altalenanti a seconda del mercato preso in esame. Gli aumenti di ricavi e di utili ottenuti in mercati emergenti quali il Sud America e l'Asia hanno ottenuto una crescita a doppia cifra, che ha compensato in parte le quote di ricavi persi nel mercato Nord Americano ed Europeo. Dal punto di vista degli investimenti la società ha investito in più di 170 nuovi *store* in Russia e 90 nuovi negozi in India, due dei Paesi a più alto tasso di crescita in cui il gruppo opera.

Sotto il piano strategico il gruppo ha deciso di puntare ad un incremento nel settore del marketing, ad un miglioramento della qualità dei prodotti e ad un rafforzamento dei marchi gestiti in portafoglio (tra cui spiccano *United Colors of Benetton*, *Sisley* e *Playlife*).

Il valore del patrimonio netto per azione è sensibilmente diminuito nel corso dell'ultimo esercizio (passato da un valore di 0,61 ad un valore di 0,36) e anche l'indice di borsa dell'azione Benetton è passato da un massimo di 5.73 euro a maggio del 2011 ad un minimo di 2,81 al 12 dicembre 2011. Tali indicatori suggeriscono che si possa essere formato un *gap* tra il reddito corrente e il reddito normale a regime e, di conseguenza, che un *impairment test* eccezionale sia consigliato in quanto il *price to book value* è uno tra gli indicatori di presunzione di perdita durevole di valore più importanti.

Nella realtà il gruppo non ha ritenuto necessario svolgere un *impairment test* aggiuntivo rispetto a quello annuale, che si è risolto in una sostanziale conferma che le CGU analizzate non hanno riscontrato perdite durevoli di valore, eccezion fatta per l'avviamento realizzato dall'acquisizione della società *Business Combination Canada*.

Cash Generating Units

Il gruppo considera ogni singolo negozio come *Cash Generating Unit* e per ognuno di essi procede a calcolarne il valore in uso. L'avviamento però per definizione deve essere allocato al gruppo di unità generatrici di flussi che ha generato il plusvalore nel momento dell'acquisto. Poiché i singoli negozi non corrispondono al gruppo di unità in questione, l'*impairment test* per tale attività immateriale è stato calcolato sulle società (o gruppi di società) che il gruppo ha acquisito nel tempo. Alcuni esempi di CGU utilizzate per il calcolo dell'*impairment test* sono date da: *Mari GmbH*, *Milano report S.p.A.*, *Business Combination Canada*, etc.

La scelta operata dal gruppo di utilizzare i singoli negozi come CGU appare coerente con i principi contabili internazionali. Tale scelta infatti descrive le più piccole unità

generatrici di flussi finanziari futuri su cui possono essere allocati costi specifici e quota dei costi struttura. Inoltre una siffatta distinzione permette alla società di sfruttare il sistema informativo centrale al meglio (impostato sulla vendita al minuto in negozi di proprietà o in *franchising* monomarca) e descrive la suddivisione dell'impresa sia dal punto di vista gestionale, che geografico, che fisico. Infine essa descrive la differenziazione dei mercati e delle linee di prodotto (Sisley, Playlife, Benetton) offerte dalla società.

Valore contabile

Il gruppo Benetton contabilizza l'avviamento secondo i principi dettati dagli IAS/IFRS. Il valore di tale attività, nel corso dell'esercizio 2011, si è decrementato per un importo pari a euro 378.000, a causa di un'*impairment loss* riguardante la *CGU Business Combination Canada*.

In sede di acquisizione di una partecipazione o di acquisto di azioni societarie tali da ottenere il controllo della partecipata, l'avviamento sorge se il valore del costo di acquisizione sostenuto è maggiore rispetto alla somma delle attività nette acquisite stimate al *fair value*. In tale situazione specifica l'avviamento corrisponde alla differenza tra le due poste descritte.

Nel gruppo l'avviamento è suddiviso in 7 *Cash Generating Units*, secondo lo schema riportato dalla tabella:

Natura dell'avviamento	Variazioni	Saldo 31.12.11
Mari GmbH	/	6.323
Benetton Giyim Sanayi (50%)	/	5.708
Milano Report S.p.A. (50%)	/	19.731
Business Combination Canada	(378)	/
Ben-Mode A.G. (90%)	44	1.556
S.C. Anton Industries S.r.l e Aerre S.r.l. (60%)	/	861
My Market S.r.l. e Benver S.r.l.	/	8.833
Totale	(334)	43.012

Tab. 10: Nel corso del 2011 Benetton ha subito una variazione netta di circa 334 mila euro, portando il saldo complessivo di fine 2011 a circa 43 milioni di euro. (valori espressi in migliaia di euro)

Il valore iscritto a libro contabile per avviamento è considerato al netto di eventuali attività immateriali che rappresentano risorse generate internamente dall'entità acquisita.

Come previsto dal principio contabile IAS 38, l'avviamento non viene ammortizzato poiché esso è una attività immateriale a vita utile indefinita, pertanto esso è soggetto almeno annualmente alla verifica di *impairment test* per identificare eventuali riduzioni di valore.

Nella nota integrativa è specificato che le quote del patrimonio netto degli azionisti di minoranza, alla data di acquisizione, possono essere valutate al *fair value* oppure al pro-quota del valore delle attività nette riconosciute per l'impresa acquisita¹²⁰. Questo si riflette sul valore che viene attribuito all'avviamento in tale contesto: *partial* o *full goodwill*. L'amministrazione provvederà alla scelta del metodo di valutazione più adatto alla transazione del caso.

Il fair value

Tra le società prese sin'ora in considerazione, Benetton Group S.p.A. è l'unica a fare menzione del *fair value* anche nel metodo di calcolo dell'*impairment test*. Testualmente nella nota integrativa si espone che: *“l'impairment test avviene confrontando il valore contabile dell'attività o della CGU con il valore recuperabile della stessa, dato dal maggiore tra il 'fair value' (al netto degli eventuali oneri di vendita) e valore d'uso.”* Ciononostante, scendendo sul piano operativo, non vi è traccia, nemmeno nel caso in esame, che il valore equo sia mai stato individuato in sede di calcolo di perdita durevole di valore. Tale calcolo, infatti, è stato così svolto sul piano pratico: *“il Gruppo ha provveduto a: (...) confrontare il valore recuperabile con il valore contabile (...). In tutti i casi l'impairment test è stato eseguito col metodo del valore d'uso”*.

Rimane il dubbio se tale decisione dipenda da:

- una oggettiva impossibilità da parte del top management di verificare il prezzo netto di vendita di una CGU o dell'attività ad essa allocata: il valore equo dell'avviamento difficilmente può essere individuato poiché non vi è un mercato attivo, né uno studio delle transazioni storiche, che coinvolgono tale posta;
- una verifica del valore recuperabile dell'attività fatta *a latere* e non riportata in nota integrativa che dimostra che il valore in uso è il maggiore tra lo stesso e il *fair value* della CGU;

¹²⁰ Si legga a riguardo il paragrafo “Avviamento” 2.3 del presente testo.

- il metodo del *fair value* non è stato preso in considerazione poiché è proprio attraverso tale metodo che viene calcolato il prezzo di acquisto cui la società acquisisce le partecipazioni che vengono poi iscritte nelle CGU. Di conseguenza lo stesso valore contabile risulta identico al *fair value*, rendendo il confronto con lo stesso in sede di *impairment test* poco utile.

Anche in questo caso non ci è dato sapere la reale motivazione per cui nella *disclosure* aziendale offerta agli *stakeholders* non si faccia riferimento al calcolo del valore equo nel calcolo del test di *impairment*, nonostante sia descritto dal principio contabile internazionale IAS 36 come obbligatorio.

Valore in uso

Il gruppo ha proceduto a verificare il valore dell'avviamento attraverso il metodo del *value in use*. Per ognuna delle CGU oggetto di analisi, su cui negli esercizi passati era stato allocato tale *intangible asset*, è stato verificato il valore in uso attraverso un procedimento simile ma non identico. Per quanto per ogni *impairment test* il valore d'uso sia stato calcolato attraverso il metodo del *discounted cash flow* attualizzato ad un tasso di sconto, i dati utilizzati per individuare sia i flussi finanziari futuri attesi sia il tasso di attualizzazione sono stati diversi da *test a test*.

La seguente tabella riassume le informazioni che sono state utilizzate dalla società Benetton Group S.p.A. per la verifica che le proprie unità generatrici di flussi finanziari non abbiano subito una perdita durevole di valore:

Natura dell'avviamento	Tasso d'attualizzazione	Periodo di previsione	Tasso di crescita g
Mari GmbH	7%	5	-
Benetton Giyim Sanayi (50%)	14,1%	4	2%
Milano Report S.p.A. (50%)	7%	4	2%
Business Combination Canada	-	-	-
Ben-Mode A.G. (90%)	7%	4	2%
S.C. Anton Industries S.r.l e Aerre S.r.l. (60%)	9,7%	5	-
My Market S.r.l. e Benver S.r.l.	9,7%	5	2%

Tab. 11: alcuni parametri chiave utilizzati da Benetton per il calcolo del tasso di attualizzazione.

Nel testo della nota integrativa non vi è uno specifico riferimento alle componenti che hanno generato né i flussi finanziari futuri né tantomeno le componenti di mercato che hanno formato il tasso di attualizzazione.

Analizzando i dati in possesso appare che il periodo di previsione, tali volte di 5 anni tal'altre di 4, derivi da piani aziendali generati dalle società oggetto di *impairment*. I flussi che ne conseguono sono stati valutati come i flussi medi-rappresentativi dell'intera CGU e sui quali è stato calcolato il valore in uso.

Per quanto concerne i tassi di sconto essi sono stati calcolati talvolta al netto delle tasse (quando esso corrisponde al 7%), come suggerito dallo IAS 36, talvolta al lordo (quando esso corrisponde al 9,7%). Non si hanno informazioni sufficienti per poter dare una motivazione di tale scelta operata dal gruppo.

Il valore del *terminal value* si presume sia stato individuato attraverso l'applicazione di un tasso di sconto comprensivo del tasso di crescita *g* sul valore dell'ultimo flusso futuro espresso nei piani aziendali e reso perpetuo. Il tasso *g* utilizzato corrisponde nella maggior parte dei casi ad un 2% che appare individuato in modo *forfettario* poiché non è esplicitata la motivazione secondo la quale tale tasso sia sempre il medesimo per alcune CGU e in altre situazioni esso corrisponda al tasso dello 0%.

Infine si precisa che tra le sette *cash generating units* oggetto d'analisi da parte del gruppo, soltanto una ha subito una svalutazione. Tale svalutazione non è stata causata da un'*impairment loss*, poiché è espressamente descritto che: “*nel corso del 2011 è stata effettuata la svalutazione dell'avviamento generato dalla business combination Canada realizzata pari a 365 mila euro, in quanto i flussi di cassa generati a livello Paese non sono risultati sufficienti a coprire il valore delle immobilizzazioni dello stesso*”. Da tale affermazione si evince come il valore dell'avviamento di tale CGU non sia stata oggetto di *impairment test*, ma semplicemente abbia subito una svalutazione preventiva poiché il valore attribuito risultava attribuito senza le necessarie motivazioni. In sintesi la somma di denaro in uscita per l'acquisizione di tale partecipazione non è stata maggiore della somma delle attività nette acquisite per l'acquisto dell'avviamento, ma piuttosto per una errata valutazione della partecipazione stessa.

Conclusion

La *disclosure* rappresenta una situazione apparentemente stabile, nella quale le attività oggetto d'analisi di *impairment* non hanno subito perdite nonostante la situazione di crisi del contesto in cui il gruppo Benetton opera. La presenza di un indice di borsa in netto calo, nel corso del 2011, assieme al costante *price to book ratio* inferiore all'unità e in continuo calo da ormai lungo tempo, fa temere che il valore a libro contabile delle attività dell'entità siano sovrastimate rispetto a quelle che sono le opinioni degli *analysts*. Nonostante questo timore, ogni avviamento ha superato gli *impairment tests* cui è stato sottoposto, anche se viene specificato che in sede di *sensitivity analysis* con un tasso di sconto maggiore dell'1% si avrebbe avuto una svalutazione delle attività in oggetto per circa un milione di euro (su un totale di 43 milioni di euro).

Le informazioni fornite non sono sufficienti per poter valutare se il test sia stato svolto nella maniera più appropriata. Rimangono forti dubbi sulla quasi totalità dei dati a disposizione, vi sono numerose domande alle quali non si ha risposta: i flussi finanziari futuri da chi sono stati svolti? È coerente pensare che tali flussi possano riflettere la miglior stima dell'alta direzione? Per quale motivo il tasso di attualizzazione è il medesimo per alcune CGU mentre per altre viene utilizzato un tasso diverso? Quali criteri sono stati adottati per poter affermare che il tasso di crescita *g* del settore in cui opera la CGU è pari al 2% mentre per altre CGU esso è pari a 0%? È presente un metodo empirico di calcolo del tasso *g* oppure esso è stato definito sulla base dell'esperienza professionale degli analisti del gruppo?

A queste e a tante altre domande il bilancio non risponde. Lo *stakeholder* non ha le informazioni necessarie per poter valutare al meglio la realtà aziendale. All'occhio del lettore attento, la sensazione che il *financial report* del gruppo sia strutturato per poter fornire solo le informazioni minime previste dallo IAS 36, ma allo stesso momento non ci sia la volontà di rappresentare la realtà oggettiva, ossia una situazione societaria più critica di quella che i valori di conto economico e di stato patrimoniale rappresentano.

Nel corso dell'esercizio 2012 ancora non conclusi, la società ha visto il proprio listino di borsa ai minimi storici raggiunti il giorno 17 febbraio. Sulla base della realtà aziendale e congiunturale, il giorno 31 gennaio 2012 la direzione ha deciso di lanciare un'OPA¹²¹ per l'acquisto delle quote sul mercato di proprietà di terzi (circa il 27% delle

¹²¹ Acronimo di Offerta Pubblica di Acquisto, con la quale s'intende ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto di prodotti finanziari: è quindi una sollecitazione al disinvestimento. Secondo la Consob si ha un'OPA nel momento in cui i soggetti coinvolti sono più di 100 oppure riguarda un valore complessivo almeno pari a euro 2.500.000.

azioni) e per il *delisting* del titolo dalla Borsa Italiana. Le conseguenze di questa scelta, relativamente all'argomento del presente lavoro, dipenderanno dalla decisione dell'amministrazione di continuare a redigere il bilancio societario secondo i principi contabili internazionali in via opzionale (poiché si perderà l'obbligatorietà nel momento in cui la società non sarà più quotata sui mercati regolamentati), oppure di farlo secondo i principi contabili nazionali. Nel primo caso Benetton continuerà a svolgere l'*impairment test* almeno annualmente, nel secondo caso le attività immateriali verranno considerate a vita utile definita e dovranno essere iscritte in conto economico le perdite derivanti dagli ammortamenti degli anni precedenti non contabilizzati.

Intesa Sanpaolo

La banca Intesa Sanpaolo è la seconda banca più grande d'Italia, in termini di fatturato, seconda soltanto a Uncredit, derivata dalla fusione tra due grandi banche italiane avvenuta nel corso del 2007: Banca Intesa e Sanpaolo IMI.

Nel corso dell'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2011 la società ha maturato un incremento sensibile (5,9%) nel risultato della gestione operativa, sospinto da un aumento sia dei profitti netti (al netto delle svalutazioni di *impairment test* dell'avviamento), sia del MOL (margine operativo lordo), sia da un calo nei costi che, infine, da un aumento nell'efficienza. Nel corso dell'esercizio la società ha provveduto a distribuire utili per un importo pari a circa 822 milioni di euro.

Tali risultati sono maturati in un contesto di forte crisi economica globale, soprattutto nel fronte europeo e nazionale dove, nell'ultimo trimestre dell'esercizio, l'economia è entrata in un periodo di recessione. Ciò ha causato per le società bancarie delle forti penalizzazioni, soprattutto a cause delle preoccupazioni per i possibili effetti restrittivi sull'offerta del credito indotti dalle richieste sempre più restrittive da parte dell'Autorità di vigilanza europea.

La società ha incrementato quasi tutti i coefficienti patrimoniali anche e soprattutto grazie ad un aumento di capitale voluto dall'alta direzione, con l'obiettivo di rientrare nei requisiti previsti da Basilea 3 prima che questi divengano vincolanti.

Nonostante i risultati in crescita riassunti poco sopra, la società ha maturato una perdita in conto economico nel corso dell'ultimo esercizio per un importo pari a più di 8 miliardi di euro. Tale perdita deriva interamente da una riduzione durevole degli avviamenti a

seguiti di un *impairment test* svolto durante l'esercizio. Con il senno di poi, facendo una analisi degli indicatori suggeriti nei precedenti capitoli¹²², si può notare come, durante l'esercizio, numerosi segnali potevano rimandare alla presenza di un valore delle attività iscritte a bilancio superiore al loro valore recuperabile. Ci si riferisce, ad esempio, al *price to book ratio*: tale valore, in costante calo da ormai cinque anni, è sceso nell'esercizio sotto la soglia del 0,5¹²³, attestandosi al livello minimo di 0,44 alla chiusura del bilancio 2011. Tutti e tre gli indicatori *market based* erano presenti da lungo tempo: P/B ratio minore di uno, in diminuzione, per molto tempo. Vi erano sufficienti premesse da ritenere che si fosse formato un differenziale (*gap*) strutturale tra il reddito corrente e il reddito normale a regime. La società sta cercando di affrontare questa situazione, attraverso un aumento negli investimenti (nel caso specifico, aumentando la patrimonializzazione), ma al momento tali investimenti non sono risultati sufficienti per scongiurare un'*impairment loss* tale da dimezzare il valore dell'avviamento.

Cash Generating Units

Nel settore bancario e finanziario le modalità secondo le quali si identifica il livello al quale deve essere effettuato l'*impairment test* dell'avviamento sono generalmente diverse rispetto alle modalità utilizzate dalle società produttrici.

Banca Intesa Sanpaolo distingue 5 divisioni operative che beneficiano delle sinergie delle aggregazioni realizzate e che hanno accolto nel tempo l'avviamento generato dalle aggregazioni aziendali. Esse sono:

- Banca dei Territori;
- *Corporate e Investment Banking*;
- *Eurizon Capital*;
- Banca Fideuram;
- Banche Estere;

A tale divisione va precisato che la società ha proceduto a svolgere il test di *impairment* su 8 diverse CGU:

¹²² Per la precisione si rimanda al capitolo 3.1 "*Indicatori di presunzione di perdita durevole di valore*".

¹²³ Dati recuperati da:

http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/investor_relations/eng_evolut_indic_bors.jsp#/investor_relations/eng_evolut_indic_bors.jsp

- a) l'unità *Corporate e Investment Banking* accoglie dentro di sé la *CGU Public Finance*, che è stata incorporata a seguito di revisioni organizzative;
- b) dalla CGU Banche Estere sono state enucleate la *Bank of Alexandria* (Egitto) e la *Pravex Bank* (Ucraina).

Perché una CGU, cui deve essere allocato avviamento, possa essere individuata correttamente essa:

- deve rappresentare il livello minimo all'interno dell'entità a cui l'avviamento è monitorato ai fini del controllo di gestione interno; e
- non essere maggiore di un settore operativo determinato secondo quanto previsto dall'IFRS 8 "Settori operativi".

Per questo motivo è necessario identificare l'organizzazione interna e le modalità di gestione e controllo. Una volta identificato il modello di gestione è necessario verificare quale possa essere il livello di aggregazione minimo al quale è possibile garantire la ripartizione ragionevole dei flussi. Tale livello minimo corrisponde solitamente al livello più basso al quale il sistema di controllo interno permette di monitorare e gestire sia i dati economici funzionali che il livello di avviamento recuperabile.

Nella prassi del settore bancario, le CGU vengono solitamente individuate in base alla tipologia di prodotto/servizio, oppure alla tipologia della clientela, o altrimenti alla locazione territoriale. La banca in esame ha optato per una distinzione concorde per certi versi ad ognuna di queste tre metodologie. Si è affidata ad una distinzione in base alla tipologia di prodotto (Banca di raccolta e Investment Banking), ad una distinzione territoriale (Banche Estere) e ad una distinzione della clientela (Banca Fideuram).

In alternativa, Banca Intesa Sanpaolo avrebbe potuto optare per identificare le CGU nelle entità giuridiche (le società da cui è rappresentata sia in Italia che nel mondo) o addirittura nelle filiali, ma è stato optato per questo metodo di allocazione delle attività immateriali a vita utile indefinita poiché il potere decisionale, in termini principalmente di definizione della strategia, ricerca di nuovi prodotti o servizi e gestione dei rischi finanziari, è molto accentrato e fa capo ai responsabili delle unità di business, comportando una stretta dipendenza dei ricavi dalle politiche centrali.

Esistono tuttavia delle eccezioni. Non tutte le CGU che saranno analizzate nel prosieguo del paragrafo sono unità di business. La *Pravex Bank*, banca estera, è stata valutata a sé stante a causa dell'elevato rischio paese. Il medesimo discorso può essere fatto da *Bank of*

Alexandria, considerata CGU dal bilancio in esame a causa delle turbolenze politiche dell'ultimo anno che hanno avuto un riflesso sul rischio paese e sui tassi applicati.

Valore contabile

Così come si è potuto notare per l'individuazione delle CGU, anche il calcolo del valore contabile è diverso rispetto a quanto svolto per le società di produzione. Ciò è causato dalla necessità di utilizzare un metodo coerente tra calcolo del valore contabile e criterio di individuazione del valore recuperabile. Poiché, come si noterà in seguito, il calcolo del valore recuperabile per una società bancaria o di finanziamento è diverso rispetto a quello di una società di produzione, anche il calcolo del valore contabile deve rispecchiare la diversa modalità di calcolo.

Per una banca non è possibile individuare i flussi generati da una CGU senza dover considerare i flussi derivanti da attività/passività finanziarie, poiché esse sono parte integrante dell'oggetto sociale della stessa società. Di conseguenza una banca non può allocare correttamente il valore dell'avviamento e delle altre attività immateriali a vita utile indefinita, prescindendo da tali flussi derivanti da attività/passività finanziarie.

Secondo questa impostazione (*equity side*) è possibile individuare il valore di carico di tre delle CGU in esame (Eurizon Capital, Banca Fideuram e Banche Estere) attraverso il contributo che esse offrono al patrimonio netto consolidato. Il motivo per cui queste tre CGU utilizzino questo metodo e le altre due ne utilizzino uno alternativo, è legato al fatto che queste tre unità generatrici di flussi finanziari appartengono ad una singola divisione operativa e pertanto sono indipendenti l'una dall'altra. Il valore contabile di tali CGU è determinato dalla sommatoria dei singoli valori contabili di ogni società nel bilancio consolidato, intesi come contributo al patrimonio netto consolidato e corrispondenti il loro patrimonio netto contabile, tenendo conto di eventuali avviamenti registrati in sede di acquisizione.

Le altre due divisioni cui è allocato avviamento ricevono un contributo gestionale sia dalla capogruppo che dalle altre banche. Per questo motivo non è possibile valutare il valore contabile sulla base di valori contabili delle filiali. Per risolvere questo problema si è deciso di optare ad una divisione dei valori gestionali dopo aver attribuito in maniera analitica gli *intangible assets* e gli avviamenti alle due CGU in coerenza con le informazioni contabili disponibili. Tale divisione è stata effettuata in base al capitale regolamentare, determinato dalla direzione Risk Management e rappresenta l'assorbimento patrimoniale necessario per

fronteggiare le fattispecie di rischio previste dalle vigenti disposizioni regolamentari. I valori così determinati tengono già conto degli effetti di eventuali *impairment test* delle singole attività.

Ecco di seguito il valore dell'avviamento allocato alle CGU individuate da Banca Intesa Sanpaolo

Cash Generating Unit	Valore contabile	di cui avviamento
Banca dei Territori	27.151	11.503
Corporate e Investment Banking	18.617	3.216
Eurizon Capital	2.056	1.411
Banca Fideuram	2.586	1.002
Banche Estere	6.114	865
Bank of Alexandria	1.770	1.009
Pravex Bank	144	-
Totale	58.438	19.006

Tab. 12: Composizione del valore contabile delle CGU in cui è diviso il gruppo di Banca Intesa Sanpaolo. (valori espressi in milioni di euro)

Fair Value

Nella nota integrativa consolidata del gruppo bancario in esame si fa ampio riferimento alla determinazione del valore equo, nonostante ciò non sia individuato per il calcolo del valore recuperabile dell'avviamento ma soltanto per gli strumenti finanziari. In questo paragrafo si descriveranno le principali tecniche di valutazione di individuazione del *fair value* per il calcolo di tali strumenti, poiché ad esso si è rimandati dalla stessa nota integrativa in sede di *fair value* per il calcolo del valore recuperabile della CGU nella sua interezza. Ciò accade nonostante risulti indubbia la differenza tra le due poste. Inoltre si vuole precisare che indipendentemente da quanto detto in questo paragrafo, anche Banca Intesa Sanpaolo, come le restanti società sopra descritte, non ha proceduto al calcolo del *fair value* delle CGU cui è allocato l'avviamento, determinando eventuali *impairment loss* esclusivamente attraverso il valore d'uso delle unità generatrici di flussi.

Il *fair value* è, per definizione data dai principi contabili, l'ammontare al quale un'attività (o una passività) può essere scambiata in una transazione tra controparti indipendenti in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e

dei fatti rilevanti connessi all'oggetto di negoziazione. Nella definizione di *fair value* è fondamentale la presunzione che un'entità sia pienamente operativa e non sia in necessità di liquidare o ridurre sensibilmente l'attività.

Le tecniche utilizzate dal gruppo sono tre. Tali tecniche non possono essere usate alternativamente a seconda delle preferenze ma devono essere applicate in ordine gerarchico.

1) Il primo livello di analisi corrisponde al confronto con prezzi ufficiali disponibili su mercati attivi per le attività e passività da valutare. Tale metodo viene definito come *effective market quotes*. Sono considerati quotati in un mercato attivo i titoli quotati su un mercato regolamentato e i titoli obbligazionari per i quali sono riscontrabili almeno tre prezzi eseguibili. Vi è inoltre una lista di ulteriori strumenti finanziari per i quali è disponibile un valore di mercato (*hedge*, fondi comuni di investimento, operazioni in cambio spot, etc), ma dell'avviamento non vi è traccia.

2) Il secondo livello di analisi comporta che non esista un mercato attivo per le attività o passività da valutare. In questo caso il valore equo è determinato attraverso un approccio comparativo che presuppone l'utilizzo di modelli valutativi che fanno uso di parametri di mercato relativi a strumenti finanziari sostanzialmente simili in termini di fattori di rischio. Tale metodo comporta la ricerca di transazioni, presenti su mercati attivi, relative a strumenti che potrebbero essere comparabili con lo strumento oggetto di valutazione. Anche in tal caso non vi è nessun riferimento ad un ipotetico utilizzo di tale tecnica per l'individuazione del valore equo né dell'avviamento, né di una CGU cui esso possa essere allocato.

3) Se il metodo del *comparable approach* appena descritto non è realizzabile, e quindi non è possibile riscontrare il valore equo di una attività dal mercato o dal confronto del valore di attività simili, allora è necessario ricorrere a modelli valutativi (*mark to model approach*) che presuppongono l'utilizzo di parametri non direttamente osservabili sul mercato e che comportano di conseguenza stime e assunzioni da parte del valutatore. Le valutazioni delle attività vengono condotte utilizzando una metodologia di calcolo che si fonda su ipotesi riguardanti:

- lo sviluppo dei cash-flows futuri, eventualmente condizionati da eventi futuri realizzabili e possibili, sulla base dell'esperienza storica o sulla base di specifiche ipotesi di comportamento
- il livello di determinati parametri di input non quotati su mercati attivi per la cui stima sono comunque privilegiate le informazioni acquisite da prezzi e spread osservati sul mercato.

Il percorso utilizzato dal gruppo per l'individuazione del *fair value* corrisponde pienamente alla descrizione svolta dal principio contabile internazionale 36 riguardo a tale argomento. Secondo tale principio il valore equo dovrebbe corrispondere, qualora sia possibile, al prezzo netto di vendita individuato da contratti o accordi vincolanti stabiliti da controparti indipendenti. Se non esistono contratti vincolanti si deve risalire al prezzo di vendita attraverso una analisi di un mercato attivo nel quale tale attività viene venduta. Qualora non esista un mercato attivo per tale attività, si dovrà procedere ad una analisi di mercati attivi di attività assimilabili a quella in oggetto. Se infine anche questo percorso non risulta applicabile, si procederà all'individuazione del valore equo di tale attività attraverso l'utilizzo di modelli valutativi che si fondano su parametri non riscontrabili sul mercato.

Dato il livello approfondito di analisi della nota integrativa in questione ci si sente di escludere che la motivazione per cui non sia riportato un metodo di calcolo del valore recuperabile attraverso il *fair value* sia riconducibile ad una verifica fatta *a latere* e non riportata in nota integrativa che dimostra che il valore in uso è il maggiore tra lo stesso e il *fair value* della CGU.

Rimane di conseguenza il dubbio sul motivo reale per cui non sia stato utilizzato il metodo del *fair value* nel calcolo del valore recuperabile.

Valore in uso

Nella *disclosure* aziendale il calcolo del valore in uso è stato affrontato in modo estremamente approfondito. Esso è calcolato secondo il metodo del *Discounted Cash Flow* con il quale la sommatoria dei flussi finanziari netti (in entrata e in uscita) vengono attualizzati ad un tasso di sconto. A tale sommatoria si somma il valore del *terminal value*, anch'esso attualizzato per un tasso di sconto dipendente dal tasso di attualizzazione utilizzato in precedenza, ma anche proiettato in perpetuità attraverso un appropriato tasso di crescita *g*.

La definizione dei flussi di cassa generabili dal gruppo è stata complessa, a causa delle incertezze che caratterizzano il futuro scenario e la ripresa economica. Per poter svolgere al meglio il compito dell'individuazione dei flussi finanziari futuri attesi, la società ha svolto un'analisi su un arco temporale di brevissimo periodo (2 esercizi), utilizzando le informazioni derivanti dal *consensus* degli analisti finanziari. Su tali informazioni ha provveduto a svolgere un duplice calcolo del *terminal value*:

- nel primo calcolo è stato preso in considerazione il flusso dell'esercizio 2013 e perpetuato sino al 2016, ritenendo che in tale esercizio di partenza la congiuntura economica sarà ancora complessa. Per questo motivo è stato utilizzato un flusso reddituale per il calcolo del *terminal value* coincidente con la remunerazione del patrimonio netto tangibile (ROTE) e stimato considerando un graduale e progressivo ritorno ad un contesto di mercato stabile;
- nel secondo calcolo è stato preso in considerazione il flusso dell'esercizio 2016 così ottenuto e perpetuato sino al 2021. Il calcolo di tale *terminal value* è stato stimato attraverso una interpolazione lineare con tassi di crescita decrescenti tra il flusso dell'esercizio 2016 ed il flusso considerato normale.

Per poter individuare correttamente il valore terminale summenzionato, la società ha optato per stimare il tasso di crescita g come media dei tassi del PIL nel periodo 2008-2016. Il motivo per cui è stato optato per tale periodo di tempo deriva dalla convinzione che esso sia sufficientemente ampio per mediare un periodo di forte crisi, sia un periodo prospettico di ritorno ad un contesto di crescita economica.

La determinazione del valore d'uso deriva dall'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attesi attraverso un tasso di sconto. Normalmente il tasso di attualizzazione deve comprendere il costo delle diversi fonti di finanziamento dell'attività da valutare e cioè il costo dell'*equity* e il costo del debito. Come accennato nei paragrafi precedenti, il tasso di sconto utilizzato è il *wacc* (acronimo di *Weighted average cost of capital*). Tuttavia nel caso di un'impresa bancaria, il costo medio ponderato del capitale non può essere calcolato con le medesime modalità utilizzate da un'impresa di produzione, poiché la natura del debito è strettamente funzionale allo sviluppo del *core business*. Ciò implica che il metodo utilizzato dalle banche per il calcolo del tasso di attualizzazione deve essere stimato nell'ottica "*equity side*" cioè considerando solamente il costo del capitale di rischio.

Il costo del capitale è stimato utilizzando il CAPM come suggerito dallo IAS 36. Sulla base di tale modello il costo del capitale viene determinato come la somma del rendimento di investimenti privi di rischio e di un premio per il rischio che comprende la rischiosità specifica sia del comparto operativo che del settore di mercato in sé. Ad essi si deve aggiungere il cosiddetto rischio Paese. Ciò implica che, poiché le diverse CGU definite da Intesa Sanpaolo operano in settori e in luoghi diversi, sono necessari tassi specifici per ogni CGU.

Per il calcolo della componente *free risk* si è optato per l'utilizzo del rendimento medio dell'ultimo mese dell'esercizio dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni (o a 30 anni per le banche che operano nei paesi con un tasso di crescita molto alto), poiché si ritiene che essi siano gli unici, a livello europeo, a poter garantire un livello di costanza e coerenza tali da essere ritenuti privi di rischio.

Per la componente del *country risk premium* si sono analizzati i dati storici dei rendimenti dei titoli di stato emessi dal Paese in oggetto di analisi e confrontandoli con i tassi *free risk* individuati in precedenza, procedendo ad una correzione del premio stimato in considerazione della maggiore rischiosità del mercato azionario rispetto a quello dei titoli di stato del paese in oggetto. In sintesi il *country risk premium* è strutturato in modo tale da esprimere il premio per il rischio Paese, nella prospettiva di un investitore nel mercato azionario del Paese in esame.

Una terza componente presa in considerazione per l'individuazione del tasso di attualizzazione è l'*equity risk premium*, ossia il premio per il rischio aziendale. Esso è rappresentato dalla differenza tra il rendimento del mercato azionario ed il rendimento di un investimento in titoli privi di rischio determinato avendo a riferimento un arco temporale sufficientemente ampio, ed è stato determinato facendo riferimento a dati storici, sia per la maggiore affidabilità e dimostrabilità, sia anche alla luce del contesto economico. Banca Intesa ha svolto una analisi del ERP fondata sulla media geometrica rilevata sul mercato USA nel periodo 1928-2011 e adattata applicando il tasso di inflazione.

L'ultima componente necessaria per l'individuazione del tasso di attualizzazione è il coefficiente *beta*. Tale coefficiente rappresenta il coefficiente di rischiosità sistematica dell'impresa rispetto al mercato in cui opera. Secondo la società di rating *Reuters*, il coefficiente *beta* di banca Intesa Sanpaolo è pari a 1,36¹²⁴, dimostrando quindi una variabilità più che proporzionale del proprio titolo relativamente alla variabilità del mercato in cui opera. Secondo le informazioni riportate dal professor Aswath Damodaran¹²⁵ invece, il settore bancario, in Europa, nel corso dell'esercizio 2011 ha registrato un *beta* medio pari a 1,51¹²⁶. Banca Intesa Sanpaolo ha ritenuto opportuno individuare il valore del *beta* di ogni singola azienda o settore operativo identificando un campione di società comparabili (in termini di

¹²⁴ Dati reperiti all'indirizzo web <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=ISP.MI>

¹²⁵ Il professor Aswath Damodaran è considerato uno dei maggiori esponenti ed esperti della finanza mondiale. È professore di *corporate finance and valuation* alla Stern School of Business di New York. Egli, annualmente e costantemente, effettua analisi e studi del mercato per individuare i valori delle variabili e dei coefficienti maggiormente utilizzati nel mondo della finanza aziendale.

¹²⁶ Informazione reperibile all'indirizzo web: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

business) e rispetto a questo campione è stato utilizzato il dato mediano dei *beta* rilevati attraverso osservazioni con periodicità mensile su un orizzonte di cinque anni.

Gli esiti del test di *impairment* effettuati sulle sette/otto CGU oggetto d'analisi hanno evidenziato una perdita durevole di valore dell'avviamento allocato alle unità generatrici di flussi finanziari per un importo corrispondente a circa 10.338 milioni di euro. Tali perdite sono così ripartite:

Cash Generating Unit	Valore contabile avviamento	Impairment loss	Avviamento post impairment
Banca dei Territori	11.503	(6.464)	5.039
Corporate e Investment Banking	3.216	(2.349)	867
Eurizon Capital	1.411	(373)	1.038
Banca Fideuram	1.002	-	1.002
Banche Estere	865	(122)	743
Bank of Alexandria	1.009	(1.009)	-
Pravex Bank	-	-	-
Totale	19.006	(10.317)	8.689
Differenze da cambi		(21)	
Totale Gruppo	19.006	(10.338)	8.668

Tab. 13: Rappresentazione schematica della perdita durevole di valore delle attività di Banca Intesa Sanpaolo.(valori espressi in milioni di euro)

Da una analisi dei valori espressi dalle quotazioni in borsa del titolo Banca Intesa Sanpaolo, risulta che la capitalizzazione di borsa è ancora inferiore al patrimonio netto contabile. La società in questione afferma nella nota integrativa che tale differenza è data prevalentemente dal fatto che la quotazione in borsa del titolo risente da condizioni dei mercati finanziari “*generalmente depresse ed altamente volatili*”, mentre il valore ottenuto dal calcolo del *value in use* è basato sulle aspettative interne dell'impresa e sui flussi che essa è conscia poter realizzare in futuro. In conclusione il valore svalutato è in linea con la dinamica riscontrabile dai valori osservati sul mercato di società comparabili nel corso del 2011 e non si ritiene opportuno procedere in ulteriori svalutazioni ipotizzando scenari più complessi e più penalizzanti per l'impresa.

Conclusione

Nonostante la conclusione esposta dalla società sul risultato del proprio *impairment test*, è stata svolta una *sensitivity analysis* per valutare come il risultato del test sarebbe variato

al variare di alcuni *key factors* considerati. Le variabili chiave individuate sono state tre: il tasso di crescita *g*, il tasso di attualizzazione e il flusso del valore terminale.

Ad una variazione di 10 punti base del tasso di crescita *g* (corrispondente ad uno 0,1%), i valori delle CGU sono rimasti press'a poco invariati, con cali massimi dell'ordine dell'1%.

In sede di variazione del tasso di attualizzazione, invece, per un valore sempre di 10 punti base, i valori della CGU avrebbero subito una svalutazione maggiore, rispetto a quella già individuata, per un importo che oscilla da un minimo dell'1,17% ad un massimo di 1,66%.

Le variazioni maggiori si sarebbero riscontrate nel caso in cui si fossero utilizzati flussi di *terminal value* ridotti del 10% rispetto a quanto programmato in sede di costruzione dell'*impairment test*: le variazioni sarebbero oscillate da un minimo di 4,74% per la Banca Fideuram ad un massimo di 6,04% per le banche estere.

Da tale analisi di sensitività si comprende il grado di importanza che possono assumere le decisioni prese dal top management in sede di *impairment test*. Una variazione anche minima degli importi considerati per il calcolo di tale test può variare il risultato dello stesso per decine di migliaia di euro.

La sensazione che la lettura del bilancio di Banca Intesa Sanpaolo può suscitare in un lettore avveduto delle informazioni necessarie per comprendere il test di *impairment*, è che se la situazione macro-economica, nel corso degli esercizi successivi, non migliora con le modalità e le velocità sperate dalla società, essa potrà incorrere in ulteriori, sensibili perdite durevoli di valore. Tali perdite potrebbero diventare importanti anche per il prosieguo dell'attività, come è accaduto al Gruppo Benetton descritto in precedenza.

Capitolo 5: Conclusioni

L'obiettivo del presente elaborato è stato quello di confrontare i bilanci conclusi al 31 dicembre 2011 di alcune tra le più importanti società italiane che redigono il conto economico e lo stato patrimoniale seguendo le indicazioni dei principi contabili internazionali.

Sulla base dei casi affrontati, a parere di chi scrive, si comprendono le motivazioni che hanno spinto la Banca d'Italia, unitamente all'IVASS e alla Consob, a pubblicare un *workshop* nel quale si denunciano “*carenze nelle aree informative che risultano più sensibili all'impatto della crisi*”¹²⁷.

Tuttavia si segnala che, in via del tutto speculare, nel corso dell'ultimo anno, sono stati pubblicati articoli che lodavano la capacità informativa offerta da Banca Intesa Sanpaolo S.p.A.¹²⁸, soprattutto per quanto concerne l'aspetto dell'*impairment test*. Di fronte ad una tale diversità di opinioni ci si chiede quale sia la realtà dei fatti, quale sia effettivamente il grado di approfondimento raggiunto dalle note integrative delle società che svolgono il test annuale sulla riduzione durevole di valore degli *asset*.

Le cinque entità considerate non hanno mai soddisfatto completamente la necessità di dati aggiornati che lo *stakeholder* medio richiede ad una società quotata. A livello puramente normativo e legale, le società hanno adempiuto ai loro doveri informativi come richiesti dallo stesso IAS 36 e dal codice civile, ma in ogni esempio si è avuta l'impressione che si sarebbe potuto procedere ad una analisi più dettagliata delle componenti che hanno portato a tali risultati.

Il test di *impairment* è una tecnica che necessita la massima attenzione e il massimo grado di dettaglio possibile, poiché la variabilità che alcuni *key factors* possono dare ai risultati finali può, in tali casi, arrivare ad essere esponenziale. Una variazione minima di alcuni fattori, come ad esempio il tasso di crescita *g*, può causare svalutazioni non necessarie per decine di migliaia di euro, così come dal punto di vista opposto, può portare la società a gonfiare i valori di bilancio per un avviamento che non ha ragion d'essere.

Si ritiene opportuno, pertanto, svolgere una breve analisi critica per descrivere come le società in esame abbiano o meno adempiuto ai suggerimenti proposti dalla letteratura di

¹²⁷ Documento Banca d'Italia – Consob – Isvap n. 4 del 3 marzo 2010. Tale documento è reperibile all'indirizzo web: www.consob.it

¹²⁸ Ci si riferisce all'articolo “*Impairment sull'avviamento di Intesa Sanpaolo S.p.A.: un esempio da imitare*”, apparso sulla rivista “*il fisco*”, rivista num. 22 del 2012, pag. 3385, scritto da F. Dezzani e L. Dezzani.

settore nel riprodurre le metodologie di calcolo del proprio *impairment test* nella nota integrativa.

Un punto di partenza obbligato appare essere l'analisi di quegli indicatori *market based* che potrebbero esprimere una svalutazione strutturale e non transitoria delle attività dell'impresa. Nessuna società ha considerato l'ipotesi che le proprie attività necessitassero di un *impairment test* aggiuntivo rispetto a quello annuale. Dallo studio dei bilanci risulta evidente che almeno due delle entità in esame avrebbero dovuto, secondo le indicazioni della letteratura di settore, svolgere un test per verificare la presenza di una perdita durevole di valore. Sia Benetton che Banca Intesa Sanpaolo hanno visto il proprio titolo di borsa ridursi costantemente e drasticamente nel corso di tutto l'esercizio. Tale indicatore è stato poi corroborato dal fatto che il calo fosse continuo da ormai numerosi trimestri e che il *price to book ratio* fosse inferiore all'unità da lungo tempo. In una situazione come quella appena descritta, a parere di chi scrive, è altamente probabile che il valore contabile stia descrivendo una realtà aziendale sovrastimata rispetto a quanto effettivamente corrisponda il valore recuperabile. Se i gruppi in questione avessero evidenziato tali indicatori per tempo, avrebbero svolto un *impairment test* infra annuale che avrebbe dimostrato la presenza di una perdita durevole di valore nelle attività considerate. Ciò avrebbe potuto permettere una modifica *in fieri* dei piani aziendali che avrebbe comportato la capacità, da parte dell'impresa, di ottenere risultati migliori e svalutazioni complessivamente migliori.

Inoltre neppure dal punto di vista operativo risulta che i bilanci oggetto d'analisi abbiano fornito le necessarie informazioni. Alcune tra le lacune più importanti osservate sono:

a) *non è mai evidenziato il valore di fair value raffrontato al valore d'uso per l'individuazione del valore recuperabile.* Secondo il principio contabile internazionale IAS 36 il valore recuperabile è identificato come il maggiore tra il *fair value* e il valore d'uso, ma non vi è traccia che un confronto sia mai stato svolto. Addirittura in taluni casi si precisa che il valore d'uso è stato utilizzato per *scelta*, come se la normativa prevedesse la possibilità di scegliere tra un metodo o l'altro;

b) *le informazioni riguardanti i piani aziendali sono spesso poco approfondite.* Nella maggior parte dei casi le informazioni sui metodi utilizzati per l'individuazione dei piani aziendali non sono fornite. È accaduto che durante l'esercizio alcune società verificassero un fallimento dei piani individuati negli anni precedenti e su cui erano stati svolti i test di *impairment* degli esercizi passati. La prassi, in tali casi, comporta il calcolo del valore recuperabile soltanto attraverso il *fair value*. Tale prassi non si è mai verificata;

c) *soltanto in un caso è stato espressamente dichiarato l'approccio con cui si procedeva all'analisi del valore recuperabile.* Banca Intesa Sanpaolo ha espresso, nel corso della propria nota integrativa, che essa ha adottato l'approccio *equity side* che meglio rispecchia le necessità delle società bancarie. Le società di produzione analizzate hanno individuato il valore recuperabile delle proprie attività attraverso l'approccio *asset side*, ma tale informazione non è mai stata riscontrata nelle *disclosure* delle stesse;

d) *il metodo di calcolo del tasso di sconto non è mai stato rappresentato nella sua completezza.* Le componenti del tasso di attualizzazione sono spesso molto complesse da individuare. Per alcune di esse, come ad esempio il coefficiente *beta*, o il valore del *coe* (*cost of equity*), o il valore del costo del debito, non si hanno informazioni sufficienti per comprendere a fondo come tali indici siano stati individuati. Per quanto concerne il costo del debito, esso non è neppure espresso in nessuno dei bilanci che lo hanno utilizzato ai fini del calcolo del tasso di sconto;

e) *Il terminal value è individuato con metodologie che non includono il maggior rischio che il contesto attuale comporta.* La letteratura di settore, riguardo ai metodi di individuazione del valore terminale, spesso sconsiglia i metodi di prassi su tale argomento: la prassi infatti richiede che il *terminal value* venga individuato attraverso la proiezione dell'ultimo flusso di cassa del piano finanziario e strategico della società e reso perpetuo attraverso un tasso di sconto che include il *wacc* e il tasso di crescita *g*. In un periodo di crisi non è consigliabile utilizzare tale metodo e si consiglia di creare un *terminal value* "ad hoc" che permette di includere un maggiore rischio. Tra le società oggetto d'analisi soltanto Banca Intesa ha proceduto all'utilizzo del ROTE in sede di calcolo del valore terminale, mentre le altre hanno fatto uso del metodo della rendita perpetua;

f) *il processo di individuazione del tasso g non è supportato da una adeguata informativa.* Come poc'anzi anticipato, il calcolo del *terminal value* è stato calcolato in quattro casi su cinque con il metodo della rendita perpetua. In tutti i casi, però, si è reso necessario includere, nel tasso di rischio, il tasso di crescita del settore in cui l'impresa opera. Lo IAS 36 inoltre specifica che tale tasso deve essere costante o decrescente e che non deve superare il valore del PIL del Paese in cui tale impresa opera. Date tali premesse appare evidente che il valore del tasso di crescita *g*, la cui importanza è fondamentale e il cui peso è importante, deve essere individuato con molta precisione e con estrema cautela. Il metodo con cui tale tasso sia stato calcolato non è esposto in quattro casi su cinque e il valore utilizzato spesso appare non correlato con il contesto di crisi nel quale l'entità opera;

g) *le sensitivity analysis non sono state svolte da tutte le società.* In un periodo in cui l'andamento dell'economia globale causa: un maggior rischio di non realizzazione dei piani, un'elevata volatilità nei mercati azionari, una maggiore difficoltà nel reperire la liquidità necessaria, un incremento esponenziale del prezzo delle materie prime e un valore di borsa che si riduce costantemente; appare necessario che le società si tutelino attraverso analisi che possono dimostrare se e come, al variare di alcuni fattori chiave, il risultato dell'*impairment test* può modificarsi. L'importanza di svolgere una *sensitivity analysis* può comportare la salvezza per alcune società. Non si spiega la decisione, da parte di alcune imprese, di non svolgere tale analisi in sede di *impairment test*;

h) *non vi sono indicazioni che siano stati svolti gli impairment test di secondo livello.* In un contesto di stabilità economica è opportuno svolgere un ulteriore test di verifica del valore recuperabile degli *assets* aziendali, considerati nel loro complesso e non per ogni CGU, soltanto quando dall'*impairment test* di primo livello denota una perdita di valore. A causa della crisi economica si è creato uno stato di tale incertezza nell'individuazione delle variabili chiave che viene suggerito dalla letteratura di settore di svolgere un test di *impairment* di secondo livello anche quando non si riscontrano perdite nel primo livello di analisi. Non compare nessuna informazione che tale suggerimento sia stato accolto dalle società oggetto d'analisi.

In conclusione si evidenzia come le *disclosure* delle entità visionate nel presente elaborato, ritenendole un campione rappresentativo delle imprese operanti nel loro medesimo settore di mercato, non soddisfino la necessità informativa richiesta dagli *stakeholders* societari. Dal confronto delle note integrative un lettore avveduto può notare come i dati riportati spesso non siano supportati dalla descrizione del processo di ottenimento di tali risultati.

Riprendendo quanto detto da F. e L. Dezzani nel sopracitato articolo pubblicato ne "*il fisco*" numero 22 del 2012, il bilancio che contiene più informazioni approfondite è quello di Banca Intesa Sanpaolo ed è, pertanto, il documento da imitare nella redazione di quello del 31 dicembre 2012. La differenza rispetto alle note integrative delle altre entità è considerevole e il grado di approfondimento di alcune poste rispecchia quanto esposto sia dallo IAS 36 che dagli organismi italiani e internazionali. Ciononostante le lacune riscontrate sono spesso importanti e rendono la *disclosure* un documento poco chiaro, attraverso il quale lo *stakeholder* non può tutelare i propri interessi.

L'importanza del test di *impairment*, per le società che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali, è indubbia. Gli interessi economici legati al risultato di tale

test sono dell'ordine di decine di migliaia di euro, se non di milioni. Ciononostante la tecnica in oggetto di analisi comporta un livello di soggettività necessaria e inevitabile, legata ai metodi utilizzati e alle migliori stime che la società effettua sulle variabili chiave che compongono il risultato finale, ossia i flussi finanziari futuri attesi, i tassi di sconto, i tassi di rischio e i coefficienti. Qualora l'entità faccia previsioni ottimistiche sull'andamento dell'economia globale, ciò si ripercuoterà sui fattori chiave, alzando di conseguenza la soglia del valore recuperabile individuato attraverso il valore d'uso. Di per contro se l'entità facessero previsioni pessimistiche sull'andamento dei mercati individuerebbero coefficienti e tassi diversi rispetto al caso precedente, con un sensibile abbassamento della soglia del valore d'uso. Se le società decidessero di utilizzare arbitrariamente un metro di giudizio più ottimistico sulle previsioni future rispetto a ciò che realmente accadrà, il risultato cui si andrebbe incontro sarebbe un miglior risultato economico-finanziario a breve periodo che però rischierebbe di inficiare la continuità aziendale nel lungo termine. Si comprende come, nel caso oggetto del presente elaborato, una approfondita e dettagliata informativa sia necessaria per lo *stakeholder* per tutelare i propri interessi e per valutare che la società interessata non stia utilizzando un metro di giudizio eccessivamente ottimistico.

A parere di chi scrive, rappresentare la situazione aziendale in un contesto di crisi come quello attuale è un lavoro complesso e irto di difficoltà. Ciononostante è compito della società procedere alla migliore stima possibile degli indici, dei tassi e dei coefficienti affinché tale previsione non sia né eccessivamente ottimistica né eccessivamente pessimistica, corroborando le proprie decisioni con una adeguata informativa che possa permettere al lettore di valutare personalmente la buona fede dell'entità.

Bibliografia

Cartacea:

- Allegrini M., Greco G., Ferramosca S., *“Le prassi di impairment test in Italia e nel Regno Unito, una ricerca”*, estratto da *“Amministrazione e Finanza”* n. 5 del 2012, pag. 25.
- Andolina S., *“I nuovi principi contabili internazionali”*, Simone S.p.A., 2004.
- AICPA *“Working draft, accounting and valuation guide, testing goodwill for impairment”*.
- Banca d’Italia – ISVAP – Consob, *“documento n. 4 del 3 marzo 2010”*.
- Bauer R. e Mezzabotta C., *“Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS”*, I quaderni, S.A.F. Luigi Martino, Fondazione dei dottori commercialisti di Milano.
- Berselli E., *“Impairment e avviamento nel settore bancario”*, estratto da *“Il Fisco”* n. 7 del 2012, pag. 22.
- Bozzolan S., *“Bilancio e valore. Metodi e tecniche di simulazione.”*, McGraw-Hill, Milano 2001.
- Dabbene F., *“Impairment test dell’avviamento nel settore bancario”*, estratto da *“Guida alla contabilità & bilancio”* n. 4 del 2011, pag. 40.
- Dezzani F. e L., *“Principi Ias/Ifrs – Fair value e mark to market: principi in crisi?”* estratto da *“Il Fisco”* n. 40 del 2008, pag. 7141.
- Dezzani F. e L., *“Banca d’Italia – Consob – Isvap. Documento n. 4 del 3 marzo 2010. Impairment test sull’avviamento”*, estratto da *“Il Fisco”* n. 13 del 2010, pag. 1943.
- Dezzani F. e L., *“Impairment sull’avviamento di Intesa Sanpaolo S.p.A.: un esempio da imitare”* estratto da *“Il Fisco”* n. 22 del 2012, pag. 3385.
- Fusa E., *“Aspetti civilistici e fiscali dei marchi: alcune problematiche connesse all’introduzione degli IAS”*, estratto da *“Il Fisco”* n. 40 del 2004, pag. 6774.
- Gabrielli A., *“Grande dizionario Italiano”*, Edizione Hoepli, 2012.
- Guatri L. e Bini M., *“Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende”* pagg. 204-205, Università Bocconi Editore, 2005.
- IFRS Foundation, Principio contabile internazionale IFRS 1 *“Presentation of financial Statements”*
- IFRS Foundation, Principio contabile internazionale IFRS 3 *“Aggregazioni aziendali”*.
- IFRS Foundation, Principio contabile internazionale IFRS 13 *“Fair value measurement”*.
- IFRS Foundation, Principio contabile internazionale IAS 36 *“Riduzione durevole di valore delle attività”*.
- IFRS Foundation, Principio contabile internazionale IAS 38 *“Intangible assets”*.
- IVSC International Valuation Standard Council, *“IVS 300-Valuations of Financial Reports”*.
- FASB Financial Accounting Standard Board *“ASU 2011-08 – Intangibles – Goodwill and others”*.
- Massari M., *“Finanza Aziendale. Valutazione.”*, McGraw-Hill, Milano 1998.
- Marotta S., *“Cash Generating Unit nel test di impairment: profile teorici e applicazioni pratiche”*, estratto da *“Amministrazione e Finanza”* n.1 del 2012, pag. 7.

- Mezzabotta C., “L’impairment test secondo l’OIC”, estratto da “*Bilancio e reddito d’impresa*” n. 3 del 2010, p. 34.
- Mezzabotta C., “*IFRS: se l’avviamento è ammortizzabile, non è ‘vero’*”, estratto da “*Bilancio e reddito d’impresa*”, estratto da “*Bilancio e reddito d’impresa*” n.6 del 2011, pag. 39.
- Moro Visconti R., “*La valutazione dell’avviamento nel bilancio consolidato*”, estratto da “*Guida alla contabilità & bilancio*” n. 3 del 2005, pag. 67.
- OIC Organismo Italiano di Contabilità, Principio contabile n. 24, “*Immobilizzazioni immateriali*”.
- OIC Organismo Italiano di Contabilità, “*Documento Interpretativo n.2, Applicazioni IAS/IFRS – Applicazione n. 2 – Impairment e avviamento*”, dicembre 2009.
- OIV Organismo Italiano di Valutazione, *Discussion paper* “*Impairment test dell’avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale – Linee Guida*”, 18 gennaio 2012.

Telematica:

- <http://cxa.gtm.idmanagedsolutions.com/finra/BondCenter/BondDetail.aspx?ID=MTcxMjFFQUQ5&Range=1year&GraphType=Yield>
- http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/committees/arc_en.htm
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- <http://www.bloomberg.com/news/2011-06-02/chrysler-group-assigned-b-corporate-credit-rating-by-s-p-1-.html>
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=StudiDownloadFree&filename=pdf%2F11263.pdf>
- <http://www.bonddeskgroup.com/main/market-data/yield-curves/yield-matrix>
- http://www.clairtent.com/Newsfeed/Working_Draft_AICPA_Guide_-_Testing_Goodwill_for_Impairment_%2811.04.11%29.pdf
- www.consob.it
- <http://www.efrag.org/Front/Home.aspx>
- <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175822937733&blobheader=application/pdf>
- <http://www.fondazioneoiv.it/>
- http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/investor_relations/eng_evolut_indic_bors.jsp#/investor_relations/eng_evolut_indic_bors.jsp
- <http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/contentData/view/content-ref?id=CNT-04-00000000A567D>
- <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>
- <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2005;038>
- <http://www.parmalat.com/attach/content/3627/Parmalat%20UK.pdf>
- <http://www.reuters.com/article/2009/02/27/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227>
- <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=ISP.MI>

Ringraziamenti

Desidero ringraziare in primo luogo il Prof. Luciano Olivotto per la pazienza e la disponibilità offerte durante tutta la stesura della tesi e per avermi aiutato a portare a termine il mio percorso universitario.

Il ringraziamento più sentito va ai miei familiari che mi hanno sostenuto sia psicologicamente che economicamente nel corso di questi lunghi anni. Senza il loro contributo, i loro sacrifici e il loro affetto oggi non sarei la persona che sono e probabilmente non avrei avuto la possibilità di porre le basi per diventare la persona che vorrei diventare.

Vorrei infine ringraziare:

- ❖ i miei amici, perché attraverso il raggiungimento dei loro obiettivi mi hanno spinto a raggiungere i miei;
- ❖ il mio *dominus* e i miei colleghi di lavoro, per il sostegno dimostratomi;
- ❖ tutti coloro che hanno contribuito, a modo loro, alla stesura del presente elaborato. In particolar modo ringrazio Daniela, per avermi messo a disposizione il suo tempo e la sua professionalità; Antonella, per avermi detto le parole giuste al momento giusto; Cristina e la sua famiglia, per avermi offerto ospitalità e sostegno.