



***DISCUSSION PAPER***

***DP.01.2012***

***Impairment test dell'avviamento***  
**in contesti di crisi finanziaria e reale**  
**-Linee Guida -**

**14 giugno 2012**

<b>INDICE</b>	pagina
PREMESSA	3
INTRODUZIONE	5
Nota per il lettore	9
Glossario	10
<b>Executive Summary: 45 LINEE GUIDA PER UNA RAGIONEVOLE E DOCUMENTATA STIMA DEL VALORE RECUPERABILE AI FINI IMPAIRMENT TEST DEL GOODWILL IN PERIODO DI CRISI</b>	11
Parte prima: GLI ASPETTI PROBLEMATICI DELLA STIMA DEL VALORE RECUPERABILE IN FASE DI CRISI	
1. Indicatori di <i>impairment</i>	24
2. Trattamento del rischio (flussi vs. tassi)	30
3. Natura degli scostamenti	41
4. Performance storiche e variabili rilevanti	45
5. Sostenibilità dei piani e analisi della variabilità	47
6. Eventuali discontinuità rispetto al precedente <i>impairment test</i>	51
Parte seconda: ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO	
7. <i>Impairment test</i> di primo e di secondo livello	54
8. Valutazioni <i>asset side</i> ed <i>equity side</i> e condizioni di carenza di liquidità	56
9. Calcolo del valore contabile	59
Parte terza: STIMA DEL VALORE RECUPERABILE SULLA BASE DEI FLUSSI DI RISULTATO ATTESI	
10. Flussi attesi	61
11. <i>Professional skepticism</i> sui flussi attesi	68
12. Flusso e saggio di crescita nel valore terminale	70
13. Costo del capitale	74
14. Analisi di coerenza dei profili di rischio dei flussi e dei tassi	83
15. Verifica di ragionevolezza complessiva dei risultati	89

## **PREMESSA**

Nell'attuale congiuntura economica la verifica della eventuale perdita di valore degli avviamenti è di fondamentale importanza.

Questo documento intende fornire linee guida agli esperti di valutazione (esterni o interni) all'impresa relativamente alle valutazioni da compiere ai fini d'*impairment test* dell'avviamento in un contesto caratterizzato dalla esistenza di diffusi segnali esogeni di perdita di valore.

Il documento non è una guida contabile. Il documento si riferisce solo alle valutazioni finalizzate alla stima del valore recuperabile per assolvere all'*impairment test* dell'avviamento ai sensi dello IAS 36 (Riduzione di valore delle attività). Non è obiettivo di questo documento fornire linee guida relativamente alla verifica di recuperabilità del valore di attività diverse dall'avviamento che pure sono disciplinate dallo IAS 36. Il documento non affronta né la tematica dell'obbligo informativo al mercato finanziario (relativamente all'uso di informazione prospettica eventualmente diversa da quella già comunicata al mercato finanziario) né quello dell'informativa di bilancio relativa all'*impairment test* dell'avviamento.

In nessun modo i contenuti di questo documento si sostituiscono al dettato degli IAS/IFRS (ed in particolare allo IAS 36. *Riduzione di valore delle attività*). La normativa in tema di bilancio e le regole contenute nei principi contabili internazionali sono adeguate a consentire una valutazione attenta delle stime di valore recuperabile e dei risultati dell'*impairment test* anche in contesti di crisi.

I contenuti di questo documento non sono in nessun modo vincolanti. Quando il documento riporta la dizione "è opportuno" oppure "può essere necessario" intende solo offrire dei suggerimenti di *best practice* all'esperto di valutazione senza per questo motivo voler interpretare i principi contabili internazionali. Il documento richiama le problematiche ritenute più rilevanti in contesto di crisi, propone un Presupposti logici per affrontarle e suggerisce alcune linee guida agli esperti di valutazione.

Il documento non affronta i criteri di valutazione utilizzabili per la stima del *fair value* e/o del valore d'uso e si incentra sulla qualità e sostenibilità degli input della valutazione, sulla coerenza fra flussi e tassi di attualizzazione, sulla ragionevolezza dei risultati della stima del valore recuperabile.

Il documento è stato predisposto per richiamare l'attenzione degli esperti di valutazione sull'intero processo di valutazione ai fini di *impairment test* dell'avviamento sulle principali problematiche valutative in un contesto di crisi e per proporre linee guida ispirate all'obiettivo di documentare l'analisi richiesta dallo IAS 36 in presenza di segnali esogeni di perdita di valore<sup>1</sup>.

Le valutazioni a fini di *impairment* dell'avviamento richiedono competenze specialistiche da parte degli esperti della specifica entità che redige il bilancio e degli eventuali esperti esterni incaricati di effettuare l'*impairment test*. Tuttavia a prescindere dal fatto che le valutazioni siano svolte internamente o affidate a terzi, l'Organo amministrativo dell'entità responsabile della redazione dei bilanci è responsabile anche della stima di valore utilizzata per assolvere la verifica di recuperabilità dell'avviamento. I suggerimenti contenuti in questo documento sono finalizzati a far sì che il lavoro dell'esperto di valutazione (interno o

---

<sup>1</sup> Sulla esigenza di documentare questa analisi ai sensi dello IAS 36 si sono pronunciate le tre autorità (Banca d'Italia/Consob/Isvap) nel documento n. 4 del 3 marzo 2010 del Tavolo di coordinamento in materia di applicazione degli IAS/IFRS dove è scritto: "*Ulteriore aspetto che occorre sottolineare è la necessità che gli amministratori svolgano adeguate considerazioni in ordine all'esistenza di segnali esogeni di perdita di valore, quali, ad esempio, quelli espressi dal mercato finanziario, come la presenza di una capitalizzazione di mercato della società significativamente inferiore al patrimonio netto contabile. In tale ambito gli amministratori devono ricercare le ragioni delle eventuali differenze che potrebbero emergere tra le valutazioni "esterne" e il risultato al quale giunge la procedura di impairment. Tale analisi – richiesta dallo IAS 36, par. 12, lettera (d) – deve essere compiutamente documentata nell'ambito di tale procedura*". (sottolineato nostro).

esterno all'entità) possa essere meglio compreso e valutato da parte dell'Organo amministrativo e degli organi di controllo, alla luce di segnali esogeni di perdita di valore.

L'obiettivo di questo documento consiste nel suggerire linee guida utili ad affrontare le problematiche che il contesto di crisi rende più acute. Per altro le stime di valore richiedono sempre l'esercizio di un giudizio. L'opportunità della implementazione delle linee guida suggerite deve comunque essere giudicata sulla base degli specifici fatti e circostanze che caratterizzano la specifica entità. La responsabilità di scegliere i metodi valutativi più appropriati e rispondenti al dettato dello IAS 36 (Riduzione di valore delle attività) di come applicarli è comunque responsabilità dell'esperto che compie la valutazione.

Più in generale questo documento intende fornire :

- a) Linee guida per esercitare il giudizio finalizzato alla stima del valore recuperabile delle CGU o dei gruppi di CGU cui è allocato avviamento in un contesto di crisi;
- b) *best practices* utili per la selezione degli input e per la valutazione della ragionevolezza dei risultati.

Al contempo questo documento non intende in nessun modo:

- a) rappresentare un manuale applicativo;
- b) identificare specifici metodi o soluzioni da usare o non usare in ogni situazione a prescindere dagli specifici fatti e circostanze.

Infine va segnalato che il presente documento non affronta le problematiche relative alla valutazione della continuità aziendale (*going concern*).

Il documento presuppone che il lettore conosca lo IAS 36 (Riduzione di valore delle attività) e l'IVS 300 (*International Valuation Standards: Valuation for Financial Reporting*).

## INTRODUZIONE

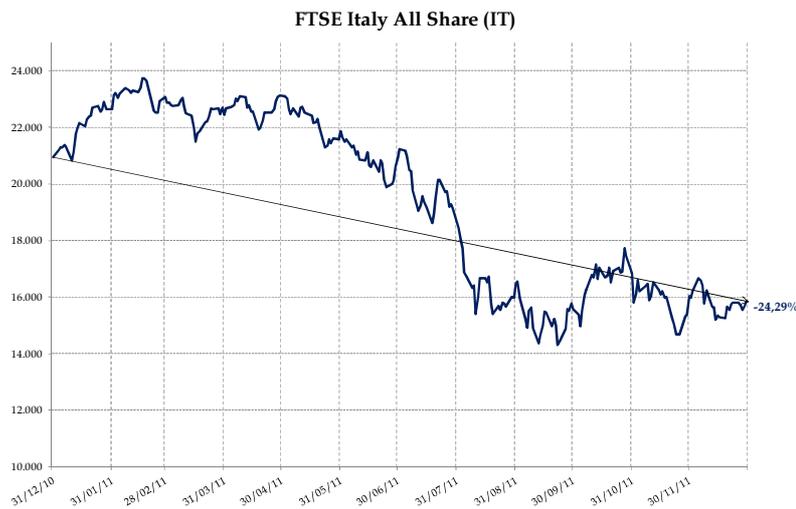
Questo documento analizza le principali problematiche che emergono in sede di *impairment test* dell'avviamento ai sensi IAS/IFRS in un contesto di crisi dei mercati finanziari e reali. Il principio contabile che disciplina l'*impairment test* dell'avviamento è lo IAS 36 "Riduzione di valore delle attività".

Ai fini di questo documento con il termine "contesto di crisi" si vuole indicare una situazione nella quale, per la maggior parte delle società che adottano gli IAS/IFRS, si presentano contemporaneamente i quattro principali indicatori esterni di *impairment* dell'avviamento ai sensi dello IAS 36.12.

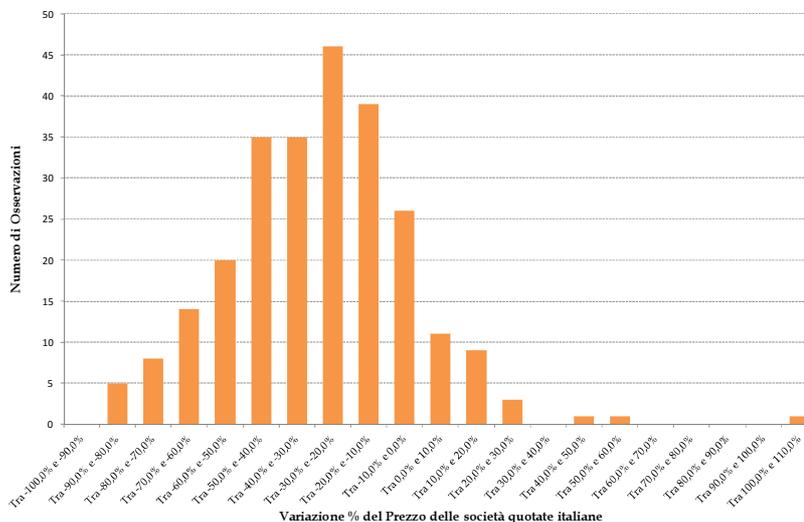
In particolare si tratta dei seguenti indicatori:

- *il valore di mercato delle società è diminuito significativamente*: il graf.1 mostra la dinamica dell'indice FTSE Italy All Share nel corso del 2011. Come si può notare a far tempo dal secondo semestre l'indice ha subito una flessione attestata a - 24% su base annua. Il graf. 2 suddivide le società quotate italiane in classi di variazione della capitalizzazione di borsa nel corso del 2011. Poche sono le società che hanno mostrato un aumento della capitalizzazione di borsa (n. 27 sulle 255 considerate). 90 società hanno registrato flessioni superiori al 30%;

**Graf. 1 Dinamica dell'indice FTSE Italy All Share nel 2011**



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



- *significativi cambiamenti nell'ambiente economico e di mercato in cui operano le imprese*: la tab. 1 illustra la revisione del consenso relativamente alla crescita del PIL in Italia intervenuta fra aprile e ottobre 2011. Come si può notare le aspettative sono per una più contenuta dinamica del PIL per i prossimi cinque anni (2012-2016). Dal 2017 in poi rimangono confermate le stime precedenti;

**Tab. 1 Revisione delle aspettative di crescita del PIL dell'Italia fra aprile e ottobre 2011 (fonte consensus economics)**

<b>Real GDP Growth</b>		
<b>Periodo</b>	<i>Data di riferimento della stima</i>	
	<b>Aprile 2011</b>	<b>Ottobre 2011</b>
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%

Fonte: Long Term Forecasts, Consensus Economics

- *un aumento dei tassi di mercato finanziario in grado di influenzare anche il tasso di sconto ai fini del calcolo del valore d'uso*: la tab. 2 illustra i rendimenti a scadenza dei titoli di stato italiani con scadenza a 10 anni alla fine di ciascun trimestre del 2011. I tassi sono cresciuti dal 4,81% (al 31.12.2010) al 6,98% al 31.12.2011). Il grafico 3 illustra la dinamica degli stessi tassi in corso d'anno;

**Tab. 2 Tassi sui titoli di Stato Italiani alla fine degli ultimi cinque trimestri**

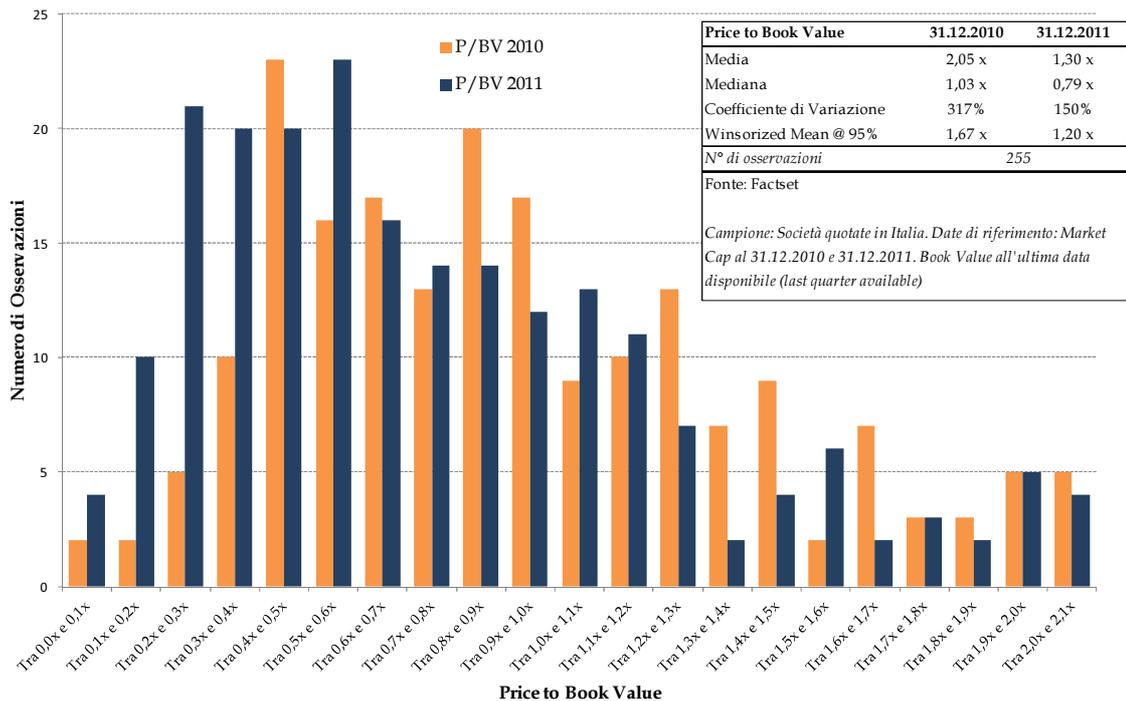
	<i>IT Benchmark 10Y (Factset)</i>	<i>Emissioni BTP 10Y (Dipartimento Tesoro)</i>
31/12/2010	4,81%	4,43%
31/03/2011	4,82%	4,84%
30/06/2011	4,93%	4,73%
30/09/2011	5,54%	5,22%
31/12/2011	6,98%	

**Graf. 3 Dinamica del rendimento dei titoli di Stato italiani nel 2011**



- una capitalizzazione di borsa inferiore al patrimonio netto contabile: il graf. 4 evidenzia la distribuzione delle società quotate italiane per classi di multiplo "Price-to-Book Value" (quotazione di borsa/patrimonio netto contabile per azione = P/BV). La tabella a supporto del grafico evidenzia come la mediana del multiplo sia pari a 0,79x. Al 31.12.2010 la percentuale di società con multiplo P/BV inferiore all'unità era il 49%, al 31.12.2011 la stessa percentuale era salita al 60%. La tab. 3 evidenzia come la presunzione di *impairment* misurata dalla differenza fra patrimonio netto contabile e capitalizzazione di borsa abbia raggiunto i 194 miliardi di euro.

**Graf. 4 Distribuzione delle società quotate italiane per classi di multiplo Prezzo/Book value al 31.12.2010 ed al 31.12.2011**



**Tab. 3 Differenza in valore assoluto fra il patrimonio netto contabile delle società quotate italiane e la capitalizzazione di borsa delle stesse società al 31.12.2010 ed al 31.12.2011**

	31.12.2010	31.12.2011
Presunzioni di <i>impairment</i> implicite nelle quotazioni di mercato	140,05 bn€	193,98 bn€

Analisi effettuate su un campione di società quotate in Italia (a perimetro costante); Escluse società con book value negativo.

## Nota per il lettore

Il documento è strutturato in quindici capitoli raggruppati in tre parti, preceduti da un executive summary  
L'*executive summary* contiene 45 linee guida

I quindici capitoli che seguono forniscono il Presupposti logici e maggiori dettagli sulle linee guida riportate nell'*executive summary*.

Ciascun capitolo è ripartito in tre sezioni:

1. Problematicità emerse a seguito della crisi;
2. Presupposti logici per affrontare le problematiche;
3. indicazioni operative.

Ciascuna sezione si compone di pochi paragrafi che si limitano a trattare i problemi più rilevanti. Ciascun paragrafo è numerato.

## **GLOSSARIO**

CAGR: Compound Annual Growth Rate

CAPM: Capital Asset Pricing Model

CGU: Cash Generating Unit

COE: Cost of Equity

GDP: Gross Domestic Product

ERP: Equity Risk Premium

g: Growth Rate

HBU: Highest and Best Use

IAS/IFRS: International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards

IRS: Interest Rate Swap

IVS: International Valuation Standards

LG : Linee Guida

PFI: Prospective Financial Information

ROE: Return on Equity

ROEC: Return on Employed Capital

ROTE: Return on Tangible Equity

TV: Terminal Value

VIC: Variabili di Input Chiave (o Key Factors)

VOC: Variabili Output Chiave

WACC: Weighted Average Cost of Capital

## Executive Summary

### 45 LINEE GUIDA PER UNA RAGIONEVOLE E DOCUMENTATA STIMA DEL VALORE RECUPERABILE AI FINI IMPAIRMENT TEST DEL *GOODWILL* IN PERIODO DI CRISI

#### Indicatori di presunzione di *impairment*.

**LG1.** Quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al patrimonio netto dell'entità ed al contempo la capitalizzazione di borsa ha subito una riduzione significativa dalla data di riferimento dell'ultimo *impairment test*, l'*impairment test* più recente deve contenere una dettagliata analisi di tutti i fatti e le circostanze di presunzione di *impairment* anche di natura fondamentale, evidenziando come di essi si è tenuto conto nella stima del valore recuperabile. Ciò sulla base del presupposto che il mercato finanziario possa eccedere nella intensità della correzione di valore, ma non sbaglia ad indicare la direzione ( in generale, maggiore incertezza e prospettive di risultato non certo migliorate)

**LG2.** La riduzione di valore recuperabile indotta dalla crisi dovrebbe essere riconducibile: (a) agli effetti che la crisi ha generato sui *value drivers* aziendali rendendo strutturale il gap fra reddito corrente e reddito normale ripristinabile a regime (b) al tempo necessario a recuperare il gap (ed al costo del tempo); (c) agli investimenti necessari a recuperare il gap; (d) ai rischi relativi.

#### Sostenibilità dei piani

**LG3.** La verifica della sostenibilità operativa del piano in un contesto di crisi deve riguardare la sostenibilità del *business model* e dei vantaggi competitivi . La sostenibilità operativa del piano va valutata alla luce delle migliori evidenze esterne in merito alle prospettive del settore e delle performance storicamente realizzate dalla CGU.

**LG4.** La verifica della sostenibilità finanziaria del piano in un contesto di crisi deve riguardare l'analisi dei cash flows attesi dalla gestione corrente (ivi inclusi quelli relativi al capitale circolante), dei cash flows attesi dalla gestione degli investimenti, nonché la concreta possibilità di approvvigionamento di risorse finanziarie (sia a titolo di debito sia a titolo di mezzi propri) in grado di garantire il rifinanziamento delle attività. Un piano può apparire finanziariamente sostenibile solo perché sono sottostimati gli investimenti necessari alla sua realizzazione o sono sovrastimati i flussi di cassa attesi dalla gestione corrente. L'analisi della sostenibilità finanziaria del piano richiede dunque un particolare giudizio sulla accuratezza delle *assumptions* relative alla crescita del fatturato, all'evoluzione dei margini operativi, allo sviluppo del capitale circolante e agli investimenti attesi.

#### Piani finanziariamente insostenibili

**LG5.** Quando le condizioni di carenza di liquidità non consentono la realizzabilità dei piani, pur operativamente validi, viene meno la condizione per la stima del valore d'uso, in quanto ai sensi dello IAS 36.IN7 *"i flussi finanziari utilizzati per misurare il valore d'uso devono essere fondate su presupposti ragionevoli e sostenibili"* (sottolineato nostro).

**LG6.** Poiché il valore recuperabile corrisponde al maggiore fra il valore d'uso e il *fair value*, quando l'entità non è in grado di garantire un piano finanziariamente sostenibile della CGU o del gruppo di CGU cui è allocato l'avviamento è necessario fare riferimento al *fair value*. Ciò presuppone naturalmente che vi siano partecipanti al mercato in grado di assicurare la sostenibilità del piano stesso (in presenza di un adeguato tasso di rendimento) Il *fair value* (IFRS 13) è il prezzo che sarebbe realizzabile dalla cessione dell'attività in una transazione ordinata alla data di misurazione nel mercato principale. Il *fair value*:

- non deve quindi riflettere: l'eventuale esigenza di dismettere l'attività da parte dell'entità che deve effettuare l'*impairment test* (a meno che la CGU figuri fra le attività in via di dismissione e quindi sia esclusa dall'applicazione dello IAS 36);
- mentre deve considerare l'*Highest and Best Use* (HBU) che un partecipante al mercato potrebbe realizzare dall'uso di quella CGU o gruppo di CGU. I partecipanti al mercato non debbono essere nominativamente identificati, ma devono comunque rappresentare soggetti plausibili.

**LG7.** La stima del *fair value* non può che adottare in questi casi la prospettiva di un ipotetico partecipante ad un ipotetico mercato, assumendo così un elevato grado di astrazione. La soluzione suggerita quando si decide di utilizzare il criterio del reddito per la stima del *fair value* di consiste nel muovere comunque dal piano operativo formulato dal management e di procedere poi a rettificare il piano:

(a) sterilizzando le *special assumptions*<sup>2</sup> che possono caratterizzare il piano operativo del management, ma che i partecipanti al mercato non assumerebbero in quanto eccessivamente ambiziose;

(b) inserendo gli oneri che un partecipante al mercato dovrebbe sostenere per garantire l'HBU della CGU;

(c) inserendo le prudenze che le condizioni di carenza di liquidità suggeriscono in merito alla stima dei fabbisogni di cassa operativi dell'entità;

(d) inserendo i benefici che un partecipante al mercato potrebbe trarre dall'uso della CGU o del gruppo di CGU unitamente ad altre attività.

Poiché i flussi prospettici così ricostruiti si caratterizzano per una elevata incertezza occorre poi considerarne il rischio di realizzazione alternativamente riducendo i flussi di piano per esprimere flussi medi attesi o incrementando il tasso di attualizzazione di un adeguato premio per il rischio.

### **Trattamento del rischio (flussi vs. tassi)**

**LG8.** Giova precisare che i fattori di rischio sistematico e specifico devono essere sempre considerati ai fini delle proiezioni dei flussi. In periodi di crisi l'*execution* del piano può costituire un elemento di incertezza che assume rilievo crescente.

I rischi specifici possono essere trattati ai fini della stima del valore recuperabile attraverso un incremento del tasso di attualizzazione, motivato dalla accresciuta asimmetria della distribuzione dei risultati attesi; alternativamente attraverso una rettifica in diminuzione delle stesse proiezioni di flussi. I medesimi principi si applicano al trattamento del rischio di *execution* e possono dar luogo ad una riduzione dei flussi stimati dal management, ovvero ad un incremento del tasso di attualizzazione.

Ai sensi dello IAS 36, il rischio può essere trattato alternativamente nei flussi o nei tassi. Sono state identificate cinque situazioni tipo che prevedono un diverso trattamento del rischio.

---

<sup>2</sup> E' opportuno chiarire che le *special assumptions* non sono le sinergie specifiche dell'entità (le quali come è noto vanno escluse dal calcolo del fair value), ma le ipotesi che un partecipante al mercato non formulerebbe alla data di valutazione. In particolare l'IVS 300. *Valuation for financial reporting*, al paragrafo 6 recita: "It would not normally appropriate for a valuation prepared for inclusion in a financial statement to be made on the basis of a special assumption" e gli IVS forniscono la seguente definizione di *special assumption*. "**Special assumption** – an assumption that either assumes facts that differ from the actual facts existing at the valuation date or that would not be made by a typical market participant in a transaction on the valuation date".

**LG9. Multi-scenario.** Quando si intende far uso di un'analisi multi-scenario (*expected present value technique*) sono disponibili più tecniche di valutazione. Una prima tecnica di valutazione è costituita dal c.d. Metodo Montecarlo. Una seconda tecnica di valutazione è costituita da un'analisi riferita ad un numero limitato di scenari. Questa seconda tecnica è sempre preferibile. In questo caso è necessario affiancare alla previsione riferita allo scenario più probabile (il piano del management in senso proprio) proiezioni fondate su scenari alternativi (costruiti intorno a *hypothetical assumptions*). La prassi più comune prevede l'uso di almeno tre scenari:

- a) la *best estimate* del management (lo scenario più probabile);
- b) una situazione c.d. *steady state* o *status quo* (con nessun cambiamento rispetto alla capacità di reddito prevista per il primo anno di piano/ultimo anno storico);
- c) uno scenario medio-rappresentativo di condizioni allineate a quelle degli altri partecipanti al mercato (con marginalità e saggi di crescita allineati a quelli attesi per i concorrenti e per il settore), definito normalmente scenario di sopravvivenza.

Naturalmente questi scenari sono solo indicativi. Va comunque rilevato che la finalità dell'analisi multi-scenario consiste nell'incorporare il rischio di *execution* del piano nei flussi di risultato medio attesi. Ciò richiede di ottenere risultati medi attesi inferiori a quelli della *best estimate* del management; circostanza che si realizza solo se gli scenari alternativi si caratterizzano per flussi attesi di risultato più contenuti rispetto alle previsioni del management.

Il tasso di sconto corrisponde al tasso desunto sulla base del CAPM o di metodologie simili.

**LG10. Unico scenario più probabile.** In assenza di analisi multi-scenario, quando il piano pur raffigurando lo scenario più probabile non rappresenta anche i flussi medi attesi (in quanto gli scenari alternativi non sono simmetrici), è necessario considerare nel tasso di sconto un premio per il rischio di non realizzabilità del piano (*discount rate adjustment technique*). La misura del premio per il rischio deve essere valutata sulla base degli specifici fatti e circostanze ed è funzione diretta dei seguenti elementi:

- scostamento fra i flussi di risultati nel periodo di previsione esplicita e misure desumibili da fonti esterne attraverso:
  - *benchmarking* (confronto con concorrenti);
  - *equity reports* (sia sulla specifica entità sia sul settore);
  - analisi e previsioni di settore;
- presenza di rilevanti e ripetuti scostamenti negativi di natura non sistematica<sup>3</sup> fra previsioni e consuntivi negli ultimi 3/5 anni;
- estensione del periodo di previsione esplicita;
- saggio di crescita dei flussi di risultati nel periodo di previsione esplicita.

Il principio da seguire nella correzione al rialzo del tasso di attualizzazione consiste nell'ottenere lo stesso risultato che si avrebbe utilizzando un'analisi multi-scenario che considerasse scenari alternativi più prudenti rispetto al piano rispettivamente incentrati sulla capacità corrente di reddito dell'impresa (*steady state* o *status quo*) e sulle prospettive normali di settore (*survival scenario*).

**LG11. Unico scenario validato dagli equity analysts.** Quando il piano utilizzato ai fini di *impairment test* è già stato annunciato al mercato finanziario ed è possibile valutare la reazione degli analisti al piano attraverso

---

<sup>3</sup> Con il termine "scostamenti di natura non sistematica" ci si riferisce a scostamenti attribuibili a fattori specifici aziendali. Fra le cause di tali scostamenti può figurare anche l'uso di "*special assumption*" come definite nella nota 2.

la revisione delle previsioni di risultato da parte degli analisti stessi, se i flussi di risultato rilevanti (di reddito o di cassa) ai fini dell'*impairment test* ricadono entro il *range* di previsione degli *equity analysts* (sia in termini di ammontare che di orizzonte di previsione coperto) che seguono il titolo e la copertura degli analisti è rilevante, il piano può essere ritenuto medio rappresentativo. In questi casi il tasso di sconto da utilizzare deve essere ragionevolmente allineato a quello utilizzato dagli analisti (in quanto tale tasso – presumibilmente – già considera i rischi di non realizzazione del piano).

**LG12. Unico scenario medio-rappresentativo.** Quando il piano utilizzato ai fini di *impairment test* non è ancora stato annunciato al mercato finanziario (e quindi vi è una asimmetria di informazione fra l'impresa ed il mercato), oppure quando l'entità non dispone di una rilevante copertura di analisti tale da rendere significativo il confronto con le previsioni esterne, è possibile evitare un'analisi multi-scenario e una correzione in aumento del tasso di sconto qualora si possa dimostrare che i flussi di piano oltre ad essere i più probabili siano anche i flussi medi attesi (distribuzione normale o simmetrica, media = mediana = moda). E' opportuno a tal fine identificare i *range* di probabile variazione delle variabili chiave (valore minimo e valore massimo) per ciascuno degli anni di previsione esplicita ed individuare le ragioni per cui si ritiene che il valore assunto nel piano di tali variabili sia da giudicarsi più probabile. Poiché normalmente l'incertezza cresce all'estendersi dell'orizzonte temporale i range di variazione delle variabili chiave tendono ad ampliarsi per gli anni più lontani, generando così dei "coni di volatilità". E' opportuno che il *range* definito per il primo esercizio risulti sufficientemente contenuto e che sia trimestralizzato, in quanto lo sconfinamento dal *range* di una variabile chiave nel corso dell'anno costituisce un *trigger event* che fa scattare l'esigenza di ripetere l'*impairment test* prima della scadenza annuale. Il tasso di sconto, in questo caso può essere rappresentato dal costo del capitale stimato sulla base del CAPMo di metodologie simili;

**LG13. Unico scenario validato dai creditori finanziari.** Nel caso di imprese a ridotta capitalizzazione (e/o flottante) ed elevato leverage, la validazione esterna del piano che assume maggiore rilevanza è quella effettuata dagli istituti finanziatori e dai *bondholder*. In particolare quando il piano è utilizzato per rinegoziare le scadenze e/o i *covenants* sul debito ed i finanziatori hanno accettato tali rinegoziazioni, i flussi previsti del piano possono essere giudicati medio-rappresentativi e quindi si può procedere a scontare tali flussi al costo del capitale desunto dal CAPM o da altri metodi simili, con l'accortezza di considerare che il costo marginale del debito (in un'ottica di mercato può essere superiore a quello pro-tempore concordato). Allo stesso modo può essere inappropriato far uso di strutture finanziarie normali o target che non considerano il rischio di realizzazione del piano.

### **Analisi degli scostamenti**

**LG14.** Gli scostamenti fra budget/piani e dati di consuntivo forniscono una base di valutazione della ragionevolezza del piano formulato dal management. Il nuovo piano incorpora tutti gli scostamenti di natura non transitoria.

**LG15.** In presenza di scostamenti rilevanti di natura sistematica (derivanti da variazioni inattese delle variabili macrofinanziarie e macroeconomiche) è opportuno rivedere i criteri di stima del coefficiente beta (ad esempio accorciando l'orizzonte temporale di riferimento: rendimenti giornalieri calcolati sull'ultimo anno, piuttosto che rendimenti mensili su orizzonti a cinque anni). All'aumentare degli scostamenti di natura sistematica dovrebbe aumentare anche il coefficiente beta.

**LG16.** In presenza di scostamenti rilevanti di natura non sistematica (derivanti da fattori della specifica entità) è opportuno verificare la eventuale migliore capacità previsionale degli analisti di mercato finanziario oppure procedere ad un'analisi multi scenario o ad una rettifica in aumento del tasso di

attualizzazione per considerare il rischio di non realizzazione del piano. Nel caso di rilevanti scostamenti di natura non sistematica è comunque preferibile una rettifica in riduzione dei flussi (attraverso una maggiore prudenza nella formulazione del piano o nella traduzione dei flussi di piano in flussi medi attesi) anziché un incremento del tasso di sconto (per via della maggiore difficoltà di identificazione di una corretta misura del premio per il rischio di realizzazione del piano).

### Flussi attesi

**LG17.** Ai fini della stima del valore d'uso occorre:

(a) evitare che le valutazioni finalizzate al test di *Impairment* si basino su piani aziendali non aggiornati, ovvero che non tengano conto di significativi eventi verificatisi dopo la loro emissione;

(b) basare in generale l'analisi di *Impairment* su piani che contengano dei flussi attesi effettivamente realizzabili, riducendo il rischio di sovrastima da parte della direzione aziendale per obiettivi ambiziosi di difficile fattibilità. In particolare occorre prestare attenzione all'*action plan* presente nel piano industriale (*business plan*), al fine di analizzare le singole azioni individuate, l'impatto economico-finanziario e l'effettiva realizzabilità delle medesime in base alle risorse ((umane, organizzative, tecnologiche, ecc.) disponibili ;

(c) stimare i flussi attesi sulla base di presupposti ragionevoli e sostenibili mediante la costruzione di una solida base di dati presi a riferimento nella formulazione delle previsioni che si basino sia su analisi condotte internamente dall'entità ma soprattutto su previsioni fornite da fonti terze (possibilmente condivise fra i terzi). In particolare occorre prestare attenzione ai casi in cui durante tutto il periodo di previsione esplicita i flussi sono proiettati in crescita a tassi crescenti o costanti, al fine di verificare la compatibilità di un tale scenario con le caratteristiche del contesto competitivo in cui opera la società;

(d) evitare che i flussi attesi utilizzati per l'*Impairment* considerino i flussi in entrata e uscita relativi ad eventuali ristrutturazioni o ottimizzazioni future, per i quali l'impresa non è ancora già impegnata.

(e) verificare la qualità della capacità previsionale dell'azienda, tenuto conto del contesto competitivo e del relativo posizionamento; a tal fine può essere importante l'esame delle passate esperienze di previsione. In particolare occorre verificare la capacità storica della società di elaborare previsioni attendibili, calcolando gli eventuali scostamenti negativi di natura non sistematica fra previsioni e consuntivi negli ultimi 3/5 anni. Laddove tali scostamenti fossero rilevanti, è consigliabile adottare ulteriori cautele nell'analisi della realizzabilità del piano, apportando le opportune rettifiche al fine di ridurre il rischio di sovrastima del valore d'uso.

(f) identificare le *assumptions* più rilevanti e distinguerli fra:

- *Significant assumptions*: ipotesi relative a condizioni future che si attende saranno significativamente diverse da quelle correnti e per le quali non esiste una ragionevole possibilità di predefinirle;
- *Sensitive assumptions*: ipotesi la cui variazione anche contenuta può modificare significativamente il risultato di stima del valore recuperabile.

La classificazione delle *assumptions* è necessaria per apprezzare:

- (a) la qualità del processo di previsione (più elevata nel caso di forecasts, meno elevata nel caso nel caso di *projections*);
- (b) eventuali discontinuità che gravano sulle previsioni (le ipotesi che sono contemporaneamente *significant* e *sensitive*);
- (c) le principali fonti di rischio delle proiezioni.

### **Professional skepticism sui flussi attesi**

**LG18.** L'esperto di valutazione (esterno o interno) è chiamato a:

- a) comprendere le modalità e il processo di preparazione dei piani, nonché le relazioni tra i dati previsionali utilizzati ai fini di *impairment test* (e approvati dall'alta direzione) e quelli utilizzati dalle varie funzioni aziendali per fini gestionali (etc. piani operativi e commerciali, programmi di investimento, incentivi alla direzione aziendale, operazioni di finanziamento);
- b) analizzare i dati di piano sulla base delle informazioni interne ed esterne più recenti disponibili;
- c) tenere conto delle metriche storiche e degli elementi derivabili dall'analisi degli scostamenti budget-consuntivi, specie nell'ottica di identificare i cambiamenti di scenario che hanno natura strutturale, i.e. ragionevolmente non reversibili nel medio periodo (ad esempio la dinamica del portafoglio ordini);
- d) focalizzare l'analisi sulle ipotesi inerenti parametri e indicatori che hanno maggior impatto sui risultati quantitativi delle stime, incluse quelle inerenti i flussi della fase di stato stabile per il calcolo del valore terminale. Lo strumento più diretto per l'identificazione di questi parametri-chiave è l'analisi di sensitività;
- e) attenuare il rischio connesso a previsioni principalmente basate sul giudizio o sull'attestazione della direzione aziendale avvalendosi di elementi probativi ulteriori, documentabili da fonti esterne e di mercato (es. rapporti di osservatori, database professionali, dati di altre società del settore, note di analisti finanziari, informazioni e statistiche dei regolatori, studi di settore);
- f) analizzare gli elementi probativi delle ipotesi di piano con approccio integrato (e non su base autonoma) con particolare attenzione ai possibili aspetti di inconsistenza tra i vari elementi;
- g) motivare le ragioni della scelta di una ipotesi di scenario rispetto alle principali alternative osservabili, e la risoluzione di eventuali elementi probativi rilevanti che risultino contraddittori rispetto all'ipotesi scelta.

### **Calcolo del valore contabile**

**LG19.** Per rendere coerente il valore contabile con il valore recuperabile stimato è opportuno:

- (a) apportare le necessarie normalizzazioni al valore dei saldi di capitale circolante: per stimare correttamente l'investimento medio di periodo (nei casi in cui la stagionalità ha impatto sui saldi finali) e in prospettiva; per trattare effetti connessi a specifiche modalità di gestione operativa (es. decentramento delle scorte su entità appartenenti ad altre CGU); per trattare gli effetti connessi a specifiche posizioni di capitale circolante, ad. es. destinati al realizzo nel breve periodo;

- (b) identificare separatamente il valore contabile delle attività non strumentali o soggette alla vendita e controllare il valore recuperabile separatamente rispetto alle altre attività testate in ipotesi d'uso;
- (c) considerare gli impatti di cessioni e di riorganizzazioni quando riguardano (oltre ad attività individuali) anche complessi di attività in uso sull'attribuzione dell'avviamento al valore contabile delle CGU residue. Quando le attività cedute (o in via di dismissione) sono parte di una CGU (o gruppo di CGU) inclusiva(o) di avviamento, occorre allocare l'avviamento con un approccio di valore relativo, i.e. in proporzione al valore complessivo del ramo ceduto o in dismissione rispetto al valore della CGU (o gruppo di CGU) di appartenenza;
- (d) sui perimetri complessi che si articolano su numerose CGU, o su CGU che aggregano le attività in modo trasversale rispetto alle entità legali, procedere sempre alla riconciliazione tra il valore degli attivi netti attribuiti al fine dei controlli di valore e i saldi contabili totali dello stato patrimoniale di riferimento (consolidato o individuale);
- (e) in caso di cambiamenti inerenti il perimetro di attività ricomprese all'interno di una CGU tra un anno e l'altro: procedere all'analisi tenendo conto che il principale parametro discriminante resta in ogni caso l'articolazione e l'indipendenza dei flussi finanziari sottostanti.

### **Riallocazioni di goodwill e ristrutturazione delle CGU**

**LG20.** La riallocazione del goodwill deve fondarsi ai sensi dello IAS 36.87 su una riorganizzazione del sistema informativo che modifichi la composizione di una o più CGU dell'entità. Quando la riorganizzazione assume la forma di aggregazione di più CGU l'esperto di valutazione è chiamato ad una particolare attenzione. Infatti il disposto dello IAS 36.87 prevede che la allocazione sia realizzata seguendo un criterio del valore simile a quello utilizzato quando una entità dismette un'unità generatrice di flussi finanziari. Dunque è consigliabile che l'esperto valuti le due o più CGU che vengono riaggregate fra loro singolarmente. Poiché tuttavia la riorganizzazione spesso è indotta dalla possibilità di realizzare concrete sinergie di costo e/o di ricavo, di tali vantaggi può essere opportuno eventualmente tenere conto. A supporto di tale analisi vanno considerate anche :

- (a) la presenza di evidenze esterne significative;
- (b) la pervasività della riorganizzazione.

Ad esempio una entità strutturata per linee di prodotto può assumere una nuova organizzazione per mercati quando tale riorganizzazione ricalca modelli in uso da parte di altri concorrenti. In alcuni casi la riorganizzazione può essere limitata a poche CGU (in quanto riguarda sinergie realizzabili per complementarità di due sole CGU).La presenza di sinergie o vantaggi organizzativi normalmente è il rationale economico della ristrutturazione.

**LG21.** La coerenza nel tempo della metodologia usata nella stima del valore d'uso assume particolare rilevanza per quelle CGU (o per quelle entità) relativamente alle quali il valore recuperabile era nel passato molto vicino al valore recuperabile. In questi casi la modifica di metodologia deve trovare fondamento in una dimostrata maggiore accuratezza della valutazione. E' opportuno comunque che l'esperto di valutazione verifichi il risultato che si sarebbe raggiunto in continuità di metodo, ad eccezione dei casi in cui tale applicazione non è più possibile (ad esempio l'entità non formula più piani ad orizzonte a cinque anni, ma si limita a piani a tre anni).

### **Valutazioni *asset side* ed *equity side* e condizioni di carenza di liquidità**

**LG22.** Le condizioni di carenza di liquidità indotte dalla crisi devono essere riflesse nella stima del valore recuperabile delle CGU, qualunque approccio valutativo si adotti (*asset side* o *equity side*).

**LG23.** Quando le condizioni di carenza di liquidità non sono tali da compromettere la realizzabilità dei piani (quando cioè i piani – nonostante le condizioni di illiquidità previste – sono finanziariamente sostenibili) esse sono di norma riflesse sia nei flussi prospettici sia nel tasso di sconto. Ciò significa ad esempio che :

(i) nelle valutazioni *asset side* le condizioni di illiquidità potranno manifestarsi in:

- (a) incremento di fabbisogno di capitale circolante;
- (b) riduzione dei flussi di cassa e di reddito operativi;
- (c) incremento del costo del debito e del costo dei mezzi propri.

(ii) nelle valutazioni *equity side* le condizioni di illiquidità potranno manifestarsi in:

- (a) riduzione dei flussi di risultato netti;
- (b) esigenze di aumento di capitale;
- (c) incremento del costo dei mezzi propri.

### **Flusso normalizzato e saggio di crescita nel valore terminale**

**LG24.** Il risultato atteso per il calcolo del valore terminale non necessariamente coincide con il reddito dell'ultimo anno di previsione esplicita. In tutti quei casi in cui non vi sia questa coincidenza è opportuno procedere ad una normalizzazione del reddito ai fini della stima del valore terminale sulla base di parametri e di riscontri ricavati dalla storia della società, in una prospettiva adeguatamente estesa da poter consentire di stimare un risultato medio-normale, dopo aver corretto tali risultati di eventuali effetti di trend che la crisi può anche aver accelerato. In linea di principio il valore terminale dovrebbe esprimere il reddito medio normale che l'impresa è in grado di generare nel lungo termine mentre il piano dovrebbe esprimere la dinamica dei risultati (nel breve/medio termine) sino al raggiungimento del reddito medio normale di lungo periodo.

**LG25.** Le stime considerate nel valore terminale dovrebbero essere quanto più possibile supportate da fonti esterne, come studi di settore, brokers report o ulteriori evidenze. Eventuali scostamenti fra le assunzioni di piano e le evidenze esterne dovrebbero essere opportunamente analizzate e giustificate dal management.

**LG26.** La marginalità a regime deve essere posta in relazione sia con la marginalità prevista nel periodo di piano esplicito sia con quella storica, se considerata ancora proiettabile nel futuro, al fine di evidenziare le considerazioni del management sull'entità dell'impatto della crisi o comunque delle variazioni o assenza delle stesse. Tale marginalità deve considerare adeguatamente sia gli effetti della crisi sia la ciclicità del business, sia le azioni competitive dei concorrenti (quali ad esempio una riduzione dei prezzi dei prodotti/servizi).. In tale contesto potrebbe essere opportuno scomporre il periodo oltre l'orizzonte di previsione esplicita in sotto-periodi differenti al fine di apprezzare effetti di normalizzazioni che non si esauriscono al termine del periodo esplicito (normalmente, tecnicamente assorbite nel valore terminale).

**LG27.** Particolare importanza assumono gli investimenti. Gli investimenti considerati nel valore terminale devono rappresentare l'ammontare necessario per mantenere la capacità di generazione dei flussi di risultato proiettati oltre il periodo di previsione esplicita, includendo anche l'eventuale quota relativa a investimenti con cadenza pluriennale (es. rinnovo licenze ogni 10 anni o *refurbishment* di un impianto ogni 7 anni). In linea generale è inappropriato assumere investimenti pari agli ammortamenti (scenario steady

state) quando si assume ai fini del calcolo del valore terminale un saggio di crescita “g” positivo. Tuttavia vi possono essere fatti e circostanze di impresa e di settore che giustificano investimenti pari agli ammortamenti anche in presenza di saggi di crescita positivi (quale ad esempio il caso di crescita g solo nominale e prezzi dei beni di investimento in flessione).

**LG28.** Il management deve considerare se l'impatto del circolante nell'ambito specifico della CGU sia rilevante ai fini della determinazione del flusso di risultato normalizzato del valore terminale

**LG29.** Il tasso di crescita “g” non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, dei settori industriali, del Paese e dei Paesi in cui la CGU opera. Il tasso di crescita g deve dunque essere costruito in modo da riflettere le eventuali diverse aspettative di crescita nel lungo periodo dei paesi in cui opera la CGU. In tal senso si opera normalmente una ponderazione sui fatturati o sui margini relativi ai diversi settori/mercati in cui opera la CGU (o il gruppo di CGU o l'entità).

A tal proposito è opportuno interrogarsi se eventuali tassi di crescita particolarmente sostenuti (esempio relativi ad economie emergenti) possano essere ragionevolmente mantenuti nel medio-lungo termine o debbano invece indurre a considerare diversi sottoperiodi caratterizzati da tassi di crescita progressivamente più contenuti.

**LG30.** A causa dell'alta dipendenza del risultato dell'*impairment test* dalle stime considerate nel valore terminale è opportuno predisporre un'analisi di sensitività che evidenzi gli impatti dei principali input utilizzati per la definizione del valore terminale sulla stima del valore recuperabile. Si raccomanda di non limitarsi ad un'analisi di sensitività legata al modificarsi di singoli parametri (ad esempio “g” e tasso di attualizzazione) ma di effettuare anche una analisi di variazione che consideri la correlazione fra le variabili di flusso (e di tasso), più rispondente ad una logica multi scenario.

**LG31.** Il tasso di attualizzazione utilizzato per il valore terminale è normalmente il medesimo di quello usato nel periodo di previsione esplicita, a meno che tale tasso non rifletta rischi specifici del piano che non si ritiene debbano essere mantenute oltre il periodo di previsione esplicita, in quanto di tali rischi si tiene conto in sede di normalizzazione del flusso di risultato terminale. Questa circostanza va comunque attentamente analizzata alla luce della coerenza che vi deve essere fra flussi e tassi di attualizzazione. Il management verifica la coerenza tra la rischiosità considerata nel tasso di attualizzazione e il peso del valore terminale sul valore recuperabile complessivo. Tanto maggiore è il peso del valore terminale tanto più i risultati dell'esercizio valutativo dipendono da eventi da realizzarsi oltre il periodo di previsione esplicita.

### **Costo del capitale**

**LG32.** Qualunque sia la scelta compiuta nella selezione del tasso di attualizzazione (sia in termini di tecniche di stima diverse dal CAPM, sia in termini di input) il risultato dovrebbe comunque esprimere il *“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'entità si aspetta che derivino dall'attività in oggetto”* (IAS 36. 56), naturalmente per valutazioni correnti alla data di riferimento dell'*impairment test*.

**LG33.** Il contesto di crisi obbliga a considerare anche il rischio paese. Sono suggerite due possibili soluzioni alternative fondate sul CAPM (in quanto è la tecnica di stima più diffusa). Lo IAS 36 consente di far uso di tecniche di stima del costo del capitale diverse dal CAPM. Va chiarito che le soluzioni suggerite non sono le

uniche in grado di rispettare il richiamato disposto dello IAS 36.56 e che in particolari circostanze può essere necessario affinare la misura del rischio paese .

**LG34.** Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso risk-free. In questo caso occorre:

(a) far coincidere il rendimento privo di rischio con il tasso di rendimento dei titoli di Stato a lunga scadenza, inclusivo quindi del rischio paese. Il tasso può non essere un tasso puntuale, ma è sconsigliato far uso di medie calcolate su periodi più estesi di un anno, a meno che non vi siano evidenze che gli investitori assumerebbero rendimenti fondati su tassi che incorporano medie più protratte. Va comunque rilevato che lo IAS 36 non identifica alcun periodo di riferimento ai fini del calcolo del tasso di sconto, ma chiarisce che (IAS 36.56) “ *un tasso che rifletta le valutazioni correnti del mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell’attività corrisponde al 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’entità si aspetta che derivino dall’attività in oggetto*” ;

(b) calcolare l’*equity risk premium* in forma c.d. *unconditional* (premio normale di lungo periodo) e pertanto senza modifiche rilevanti rispetto al precedente *impairment test* ed il coefficiente beta rispetto all’indice di mercato domestico. Il coefficiente beta è infatti una misura di rischio relativo e se riferita all’indice di borsa domestico, non cattura il rischio paese, che in questo caso è già catturato dal tasso *risk free*.

**LG35.** Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel premio per il rischio. In questo caso occorre:

(a) far uso di un vero e proprio rendimento privo di rischio. Nell’identificare il tasso privo di rischio è sconsigliabile fare riferimento al rendimento del titolo di Stato del Paese dell’area euro a minore rischio, per via del manifestarsi di un fenomeno di *flight-to-quality*. E’ più opportuno fare riferimento all’*Interest Rate Swap\_ IRS* (sempre riferito a scadenze a lungo termine). Anche in questo caso è sconsigliato far uso di medie calcolate su periodi più estesi di un anno;

(b) calcolare l’*equity risk premium* in forma c.d. *conditional* (considerando un premio per il rischio più elevato rispetto a quello normalmente richiesto di lungo periodo) e calcolare il coefficiente beta rispetto all’indice di mercato europeo. Il coefficiente beta se riferito all’indice di borsa europeo, cattura il rischio paese che caratterizza lo specifico titolo.

**LG36.** A solo titolo di esempio si riporta il calcolo del costo dei mezzi propri sulla base delle due metodologie descritte. Il calcolo è effettuato per una ipotetica entità medio rappresentativa (beta verso l’indice di borsa domestico pari all’unità) e tiene conto che, in media per le società italiane quotate, il coefficiente beta verso l’indice di borsa europeo (Stoxx 600) è del 20% superiore al coefficiente beta calcolato rispetto all’indice domestico (FTSE Italy All Share). Le misure di *equity risk premium* benché ragionevoli sono solo indicative solo di livelli minimi. Come si può notare per l’impresa medio-rappresentativa le due metodologie conducono al medesimo risultato:

A) Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso risk-free:

Cost of equity =  $coe = R_f\text{-titoli di stato italiani a 10 anni} + \beta_{\text{verso indice di borsa italiano}} \times ERP_{\text{valore normale di lungo periodo (unconditional)}}$

$R_f = \text{media ad un anno del rendimento dei titoli di stato decennali italiani (1.01.2010-31.12.2011)} = 5,3\%$

$\beta$  = coefficiente beta calcolato verso indice domestico = 1 (per ipotesi)

ERP = premio normale di lungo periodo = 5% (per ipotesi)

Da cui il cost of equity per una società con beta unitario è pari a:

$$\text{Cost of equity} = \text{coe} = R_f + \beta \times \text{ERP} = 5,3\% + 1 \times 5\% = 10,3\%$$

B) Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel premio per il rischio:

Cost of equity = coe =  $R_f$ - IRS scadenza 10 anni +  $\beta$  verso indice di borsa Stoxx 600 x ERP considera una maggiorazione rispetto all'ERP normale di lungo periodo (conditional)

$R_f$  = media ad un anno dell'IRS decennale (1.01.2010-31.12.2011) = 3,1%

$\beta$  = coefficiente beta calcolato verso indice europeo = 1,2 (per ipotesi)

ERP = premio normale di lungo periodo = 6% (per ipotesi)

Da cui il cost of equity per una società con beta unitario è pari a:

$$\text{Cost of equity} = \text{coe} = R_f + \beta \times \text{ERP} = 3,1\% + 1,2 \times 6\% = 10,3\%$$

La scelta del metodo più appropriato richiede un giudizio da fondare sugli specifici fatti e circostanze.

**LG37.** Ai fini del calcolo del coefficiente beta può essere opportuno in caso di rilevanti scostamenti di natura sistematica fra flussi di budget/piano e flussi *actual*, accorciare il periodo di stima del coefficiente beta, ad esempio riferendosi all'ultimo anno, e aumentare la frequenza dei rendimenti utilizzando rendimenti giornalieri, anziché rendimenti mensili o settimanali. Nell'accorciare l'orizzonte di riferimento (ad esempio un anno, in luogo di cinque anni) e la cadenza dei rendimenti (ad esempio giornalieri anziché mensili) occorre considerare il fatto che – di norma – titoli a più ridotta capitalizzazione evidenziano coefficienti beta più contenuti al diminuire dell'orizzonte di rendimento (giornaliero vs. settimanale vs. mensile). E' pertanto opportuno per questi titoli procedere al calcolo dei c.d. *sum beta*<sup>4</sup> o a rettifiche equivalenti.

**LG38.** Il coefficiente beta può essere ricavato sulla base del beta *unlevered* medio di un gruppo di società comparabili, dopo averlo ri-espresso in forma *levered* sulla base di una struttura finanziaria obiettivo. In questi casi occorre considerare se il coefficiente beta così calcolato sia appropriato per la specifica impresa, considerati gli scostamenti (negativi) di natura sistematica fra dati di budget/piano e dati di consuntivo eventualmente registrati dall'entità. A questi fini è sempre opportuno effettuare un confronto fra il coefficiente beta effettivo ricavato dai comparabili ed il coefficiente beta della specifica società.

**LG39.** Il costo del debito normalmente è calcolato per somma di due componenti: il tasso di riferimento e il *credit spread*. Anche in questo caso è sconsigliato far uso di medie superiori ad un anno. Nella stima del *credit spread* occorre esprimere il costo marginale di finanziamento riferito ad una struttura finanziaria obiettivo.

**LG40.** Ai fini del calcolo del costo del debito riferito ad una struttura finanziaria target o obiettivo può essere opportuno fare riferimento al costo dell'indebitamento per classi di rating "*investment grade*". Va tuttavia rilevato che le entità con un rating migliore rispetto a quello del Paese in cui operano si caratterizzano per un costo del debito inferiore a quello dei titoli di stato di pari scadenza. In questi casi è

---

<sup>4</sup> Il *sum beta* è il coefficiente beta ottenuto per somma di due componenti: il coefficiente beta tradizionalmente inteso ed il coefficiente ricavato mettendo in relazione il rendimento del titolo con quello realizzato dal mercato nel periodo immediatamente precedente. Così se il beta tradizionale è calcolato su rendimenti giornalieri (= covarianza standardizzata del rendimento giornaliero del titolo rispetto al rendimento giornaliero del mercato), il *sum beta* considera anche la covarianza standardizzata dei rendimenti giornalieri dello specifico titolo rispetto al rendimento di mercato del giorno precedente).

necessario rendere omogeneo il calcolo del costo del debito ed il calcolo dei mezzi propri. In particolare è opportuno utilizzare la prima metodologia fra quelle descritte (calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso *risk-free*). Di seguito si riporta un esempio in tal senso per una ipotetica impresa italiana non finanziaria ad ampia capitalizzazione (*Corporate Large Cap*) con classe di rating AA.

A) Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso *risk-free*:

Cost of equity =  $coe = R_f$  - rendimento a scadenza 10 anni dei bond corporate AA +  $\beta$  verso indice di borsa italiano  $\times ERP$  valore normale di lungo periodo (unconditional)

$R_f$  = media ad un anno del rendimento a scadenza 10 anni dei bond corporate AA (1.01.2010-31.12.2011) = 5,0% (inferiore al rendimento medio dei titoli di Stato decennali italiani nello stesso periodo = 5,3%)

$\beta$  = coefficiente beta calcolato verso indice domestico = 1 (per ipotesi)

ERP = premio normale di lungo periodo = 5% (per ipotesi)

Da cui il cost of equity per una società con beta unitario è pari a:

Cost of equity =  $coe = R_f + \beta \times ERP = 5,0\% + 1 \times 5\% = 10,0\%$

anziché pari al 10,3% come si sarebbe invece ottenuto nel caso di utilizzo del rendimento medio decennale dei titoli di stato italiani (5,3%).

**LG41.** Nel caso di imprese con strutture finanziarie molto indebitate ("*speculative grade*") è opportuno riferirsi al costo marginale del debito della specifica entità. Ai fini di poter valutare la ragionevolezza di tale tasso è opportuno riferirsi ai rendimenti a scadenza di titoli *high-yield*. E' opportuno in questi casi evitare di sopravvalutare i vantaggi derivanti dagli scudi di imposta sul debito.

***Verifica di ragionevolezza complessiva dei risultati (anche in presenza di una allocazione completa dei costi e delle attività alle CGU)***

**LG42.** Quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al patrimonio netto dell'entità che deve effettuare l'*impairment test* è opportuno – per documentare la ragionevolezza del risultato di stima - svolgere una valutazione complessiva dell'entità (anche in presenza di una allocazione completa dei costi alle CGU), confrontando il valore recuperabile delle attività nette (= attività – passività) dell'entità (eventualmente ottenuto anche per somma di parti) con il patrimonio netto contabile dell'entità. Può essere opportuno anche esprimere il valore recuperabile delle attività nette in valore per azione così da poterlo raffrontare con la quotazione di borsa del titolo ed individuare le ragioni (di natura fondamentale e non) della eventuale differenza.

**LG43.** Va premesso che la valutazione dell'entità nel suo complesso fornisce solo una indicazione di ragionevolezza dei risultati delle valutazioni a livello di singole CGU o gruppi di CGU. In nessun modo la valutazione dell'entità del suo complesso modifica i risultati dell'*impairment test* a livello di singole CGU o gruppi di CGU. Naturalmente quando la verifica di ragionevolezza portasse a ritenere scarsamente ragionevole il valore dell'entità nel suo complesso, sarebbe opportuno che l'esperto rivedesse le stime del valore recuperabile delle singole CGU per accertarsi della loro correttezza ai sensi del disposto dello IAS 36 (ad esempio con riguardo all'allineamento dei prezzi di trasferimento fra CGU alle condizioni di mercato). Comunque possono esistere valide ragioni per ritenere corrette le stime del valore recuperabile delle singole CGU, pur in presenza di una valutazione complessiva dell'entità non ragionevole (quale è il caso, a solo titolo di esempio, in cui solo alcune CGU hanno avviamento allocato e sono assoggettate ad *impairment test*). La valutazione dell'entità nel suo complesso può essere realizzata:

(a) per somma di parti: quando sussistono una o più delle seguente condizioni:

- (i) i business sono diversi fra loro per profilo di rischio e/o prospettive di crescita e/o valuta di riferimento;
- (ii) la verifica di recuperabilità del valore delle CGU (o gruppi di CGU) cui è allocato avviamento al primo livello di *impairment test* ha fatto uso per talune CGU del *fair value* e per altre del valore d'uso.

(b) attraverso la valutazione dell'entità come unica entità generatrice di flussi di cassa: la valutazione in questo caso deve tenere conto:

- (i) nel tasso di attualizzazione: del tasso medio ponderato delle unità di business considerate, fatto salvo il caso in cui sia possibile stimare più facilmente il costo del capitale riferito all'intera unità oppure vi siano evidenze esterne al riguardo (ad esempio nel caso di società quotate con adeguata copertura di analisti, il tasso di attualizzazione può essere desunto dalle valutazioni compiute dagli analisti quando anche questi non fanno uso di valutazioni per somma di parti);
- (ii) nel saggio di crescita del valore terminale: della media ponderata dei saggi di crescita delle diverse unità di business e dei reinvestimenti (o *capex*) necessari a garantire la crescita coerenti con le ipotesi formulate al primo livello di *impairment*.

**LG44.** Il criterio di valutazione applicato per la valutazione dell'entità nel suo complesso può assumere la prospettiva *equity side*, anche quando al primo livello di *impairment test* è stato adottato un approccio *asset side*. Anche in questo caso occorre garantire coerenza in termini di: flussi, tassi di attualizzazione e tassi di crescita nel valore terminale. Nel caso di valutazioni *equity side* la valutazione dell'entità nel suo complesso può essere svolta anche adottando la prospettiva del gruppo anziché quella dell'entità. In questi casi i flussi di risultato netti considerano solo la quota gruppo e sono confrontati con il patrimonio netto di gruppo (con esclusione del patrimonio di terzi).

**LG45.** Per una migliore comprensione del risultato dell'*impairment test* è utile esprimere il valore recuperabile del patrimonio netto di gruppo in risultato per azione ordinaria, evidenziando le cause delle possibili differenze rispetto alla quotazione del titolo e la dimensione della differenza non spiegata sia in termini di valore per azione sia in termini di sconto rispetto al valore recuperabile del totale delle attività lorde e delle attività nette dell'entità.

## **GLI ASPETTI PROBLEMATICI DELLA STIMA DEL VALORE RECUPERABILE IN FASE DI CRISI**

### **1.Indicatori di *impairment*.**

#### **1.1.Problematicità emerse a seguito della crisi**

1.1.1. Il principale fattore esterno di presunzione<sup>5</sup> di *impairment* dell'avviamento è senza dubbio costituito dall'evidenza di una capitalizzazione di borsa inferiore al patrimonio netto contabile. Anche il tempo intercorso da quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al patrimonio netto è un fattore di presunzione di *impairment*. Una differenza (negativa) e prolungata fra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto contabile costituisce un segnale di presunzione di *impairment* ancora più forte. Va comunque ricordato che ai sensi dello IAS 36.10" *indipendentemente dal fatto che vi siano eventuali indicazioni di riduzioni di valore, un'entità deve (...): (...)* (b) *verificare annualmente per riduzione di valore l'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale secondo quanto previsto dai paragrafi 80-99* [dello IAS 36, n.d.r.]"

1.1.2. La capitalizzazione di borsa esprime il prezzo di mercato delle azioni di minoranza e pertanto può risentire di elementi che non necessariamente si riflettono sul valore recuperabile dell'avviamento, ciò per due principali ordini di circostanze: a) il prezzo di borsa si riferisce a titoli di minoranza mentre il valore recuperabile si riferisce al valore delle attività nette nella prospettiva del soggetto che ne detiene il controllo (quindi diversa è la c.d. "*unit of valuation*"); b) prezzo di borsa e valore d'uso sono configurazioni di valore diverse (tecnicamente diverso è lo "*standard of value*");

1.1.3. Il valore recuperabile – ai fini dell'*impairment test* - corrisponde al maggiore fra il *fair value* ed il valore d'uso. Rilevare che la capitalizzazione di borsa è una misura di valore che si riferisce ad una diversa unità di valutazione e rappresenta una diversa configurazione di valore non significa tuttavia che da essa occorra prescindere. Va infatti rilevato che: (a) il *fair value* stimato ai fini di *impairment test* e la capitalizzazione di borsa possono - entro certi limiti - essere riconciliati<sup>6</sup> fra loro; (b) anche il valore d'uso ed il *fair value*<sup>7</sup> possono essere riconciliati.

<sup>5</sup> Con il termine indicatori o fattori di presunzione di *impairment* si vuole fare riferimento a quelle "*situazioni* [ descritte nei paragrafi 12-14 dello IAS 36 – o ad altre, considerato che lo IAS definisce quelle indicazioni minimali -] *indicative del fatto che può essersi verificata riduzione di valore*"IAS 36.8.

<sup>6</sup> Ad esempio negli USA le *best practices* richiedono una riconciliazione fra il *fair value* dell'*equity* stimato ai fini dell'*impairment test* e la capitalizzazione di borsa. La differenza dovrebbe trovare spiegazione nel premio di controllo. Anche se è ammesso che una componente residua non trovi spiegazione nel premio di controllo, tuttavia quanto maggiore è la differenza non spiegata, tanto maggiore deve essere il livello di documentazione a supporto della stima del *fair value* ai fini di *impairment test*.

*Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide:*

"3.95. *It is important to consider all facts and circumstances when completing the comparison to market capitalization. The task force believes that as the difference between the fair value conclusion and market capitalization widens (that is, the implied control premium increases), the amount of evidence supporting the implied control premium would also increase. When considering the reasonableness of the implied control premium, it may be helpful to consider observed transaction data and any additional external evidence supporting the conclusion. Additionally, it may be necessary to assess the most likely universe of buyers in the market place, the level of activity in the markets, and the existence of at least two bidders to support a control premium*".

"3.97. *The task force believes that because observed trading prices represent minority ownership and the basis for testing under FASB ASC 350 is that of a control buyer, there is a need to consider minority ownership as well as other factors including:*

- *Control synergies (...)*
- *Asymmetric data (...)*
- *Tax Consequences (...)*
- *Entity specific versus market participant structures (...)*
- *Excessive short positions against the stock (...)*
- *Controlling or large block interests (...)*"

<sup>7</sup> Le principali differenze fra il *fair value* – quando calcolato facendo ricorso all'*income approach* (cfr. IFRS 13. B10 e B11) – ed il valore d'uso consistono nel fatto che:

1.1.4. E' noto che i mercati finanziari possano iper-reagire a contesti di crisi anticipandone gli effetti. Tuttavia è difficile che pur in siffatti contesti quando si consideri un orizzonte temporale sufficientemente protratto (ad esempio 12 mesi), i mercati errino nell'indicare il segno della variazione di valore subito dalle società quotate. I mercati più frequentemente sbagliano l'intensità, ma non la direzione della variazione di valore. Per questa ragione in un contesto di crisi uno dei riferimenti ai fini della valutazione della ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* è rappresentato dalla riduzione intervenuta nella capitalizzazione di borsa (al lordo degli aumenti di capitale a pagamento ed al netto delle distribuzioni di dividendi nel frattempo intervenuti) dalla data di riferimento dell'ultimo *impairment test*. Ad esempio supponendo che l'ultimo *impairment test* compiuto dalla società risalga al 31.12.2010 e che a quella data la capitalizzazione di borsa fosse pari a 100 milioni di euro e nel corso del 2011 sia stato effettuato un aumento di capitale a pagamento per 20 milioni di euro e siano stati distribuiti dividendi per 2 milioni di euro e che al 31.12.2011 (data di riferimento dell'*impairment test* più recente) la capitalizzazione di borsa sia pari a 70 milioni di euro, il mercato fornisce l'indicazione che la distruzione di valore sia stata:

a) in valore assoluto, pari a:  $70 - (100 + 20 - 2) = 48$  milioni di euro;

b) in valore relativo, pari al:  $[70 / (100 + 20 - 2)] - 1 = 40,7\%$

1.1.5. Fin qui sono stati descritti tre indicatori di presunzione di *impairment* che potremmo definire *market-based*: (a) la differenza negativa fra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto contabile; (b) il tempo intercorso da quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al patrimonio netto; (c) la variazione intervenuta nella capitalizzazione di borsa dall'ultimo *impairment test*. E' opportuno tuttavia considerare anche una pluralità di fatti e di circostanze di natura più "fondamentale". Di seguito si riporta un elenco non esaustivo degli indicatori che potrebbero essere considerati al riguardo<sup>8</sup> in aggiunta a quelli già esplicitati dallo IAS 36.12<sup>9</sup> e dallo IAS 36.14<sup>10</sup> che - come noto- riportano solo indicazioni minimali:

---

(a) il *fair value* assume la prospettiva dei partecipanti al mercato ed esclude quindi le sinergie che la specifica entità che detiene il controllo delle attività è in grado di realizzare in virtù di complementarietà uniche (cc.dd. *entity specific synergies*);

(b) il valore d'uso deve essere calcolato escludendo il contributo di programmi di ristrutturazione nei quali l'entità non si è ancora impegnata e/o piani di investimento futuri, in quanto deve esprimere il valore delle attività nella loro situazione corrente.

<sup>8</sup> L'elenco è stato ricavato, adattandolo, dall'ASU (Accounting Standard Update) No. 2011-08 del FASB Testing goodwill for impairment. Paragrafo 350-20-35-3C. Altre indicazioni potrebbero riguardare: a) a livello di settore: la contrazione della domanda, del numero di clienti e della spesa media per cliente; b) a livello di condizioni finanziarie: il deterioramento delle condizioni di accesso al credito da parte della specifica impresa; c) a livello di eventi riguardanti la specifica entità: la riduzione del numero di clienti e/o del fatturato medio per cliente.

<sup>9</sup> IAS 36.12. "Nel valutare se esiste una indicazione che un'attività possa aver subito una riduzione di valore, l'entità deve considerare, come minimo, le seguenti indicazioni:

Fonti esterne di informazione

(a) Il valore di mercato di un'attività è diminuito significativamente durante l'esercizio, più di quanto si prevedeva sarebbe accaduto con il passare del tempo o con l'uso normale dell'attività in oggetto;

(b) Variazioni significative con effetto negativo per l'entità si sono verificate durante l'esercizio o si verificheranno nel futuro prossimo nell'ambiente tecnologico, di mercato, economico o normativo nel quale l'entità opera o nel mercato nel quale un'attività è rivolta;

(c) I tassi di interesse di mercato o altri tassi di rendimento degli investimenti sono aumentati nel corso dell'esercizio, ed è probabile che tali incrementi condizionino il tasso di attualizzazione utilizzato nel calcolo del valore d'uso di un'attività e riducano in maniera significativa il valore recuperabile dell'attività;

(d) Il valore contabile dell'attivo netto dell'entità è superiore alla sua capitalizzazione di mercato.

Fonti esterne di informazione

(e) L'obsolescenza o il deterioramento fisico di un'attività risulta evidente;

(f) Si sono verificati nel corso dell'esercizio significativi cambiamenti con effetto negativo sull'entità, oppure si suppone che questi si verificheranno nel prossimo futuro, nella misura in cui o nel modo in cui un'attività viene utilizzata o ci si attende sarà utilizzata. Tali cambiamenti includono casi quali l'attività che diventa inutilizzata, piani di dismissione o di ristrutturazione del settore operativo al quale l'attività appartiene, piani di dismissione dell'attività prima della data precedentemente prevista, e il ristabilire la vita utile di un'attività come definita piuttosto che indefinita;

(g) Risulta evidente dall'informativa interna che l'andamento economico di un'attività è, o sarà, peggiore di quanto previsto. (...)"

<sup>10</sup> IAS 36.14. "Indicazioni derivanti dall'informativa interna in grado di rivelare che un'attività può aver subito una riduzione di valore comprendono:

(a) Flussi finanziari connessi all'acquisto di un'attività, o disponibilità liquide che in seguito si rendono necessarie per rendere operativa o conservare l'attività, significativamente superiori a quelli originariamente preventivati;

(b) Flussi finanziari netti effettivi oppure utili o perdite operative conseguenti all'utilizzo dell'attività che si rivelano significativamente peggiori a quelli originariamente preventivati;

- *Condizioni macroeconomiche generali:*
  - Deterioramento nelle condizioni economiche generali;
  - Limitazioni nell'accesso al mercato dei capitali;
  - Fluttuazioni dei rapporti di cambio;
  - Altri sviluppi nei mercati dei mezzi propri e del credito.
- *Considerazioni riguardanti il settore ed il mercato:*
  - Deterioramento nell'ambiente operativo;
  - Accresciuta competizione;
  - Una riduzione dei multipli di mercato relativi alla società in assoluto o relativamente ai comparabili (domestici e non);
  - Un cambiamento nel mercato dei prodotti e/o dei servizi dell'entità;
  - Modifiche regolamentari o di politica economica;
- *Indicatori di costo con impatto negative sugli utili:*
  - Aumento di prezzo delle materie prime e di altri costi in grado di generare effetti negativi sui cash flows;
- *Declino nella performance finanziaria complessiva:*
  - Cash flows negativi o in declino;
  - Una riduzione dei ricavi o degli utili rispetto a quelli correnti e/o a quelli previsti anche in periodi precedenti ;
- *Eventi riguardanti la specifica entità:*
  - Modifiche nel management o nel personale chiave;
  - Modifiche di strategia o di clienti;
  - Rischi di interruzione della continuità aziendale;
- *Effetti che riguardano la cash generating unit:*
  - Una svalutazione delle attività tangibili;
  - Piani di vendita o di dismissione di una porzione e/o di tutta la *cash generating unit*;

---

(c) *Un significativo peggioramento dei flussi finanziari netti o del reddito operativo preventivati, o un significativo aumento della perdita preventivata relativa all'utilizzo dell'attività; o*

(d) *Perdite operative o flussi finanziari netti in uscita connessi all'attività, quando gli importi del periodo in corso vengono aggregati a quelli preventivati per il futuro”.*

- Esigenza di testare il valore recuperabile di una attività significativa entro la *cash generating unit*.

1.1.6. Nessuno degli elementi descritti ai precedenti paragrafi da solo fornisce evidenza conclusiva dell'esigenza di rilevare una *impairment loss*. Tuttavia, ai sensi dello IAS 36.8<sup>11</sup> se qualcuna delle situazioni indicative del fatto che possa essersi verificata una riduzione di valore descritte ai paragrafi 12-14 è presente, l'entità deve effettuare una stima formale del valore recuperabile.

## 1. 2. Presupposti logici per affrontare le problematiche.

1.2.1. Occorre essere consapevoli che non registrare perdite da *impairment* equivale a considerare che:

- a) il valore recuperabile della CGU o delle CGU cui si riferisce l'*impairment test* non sia inferiore al rispettivo valore contabile (I livello di *impairment test*<sup>12</sup>);
- b) il valore recuperabile del patrimonio netto dell'entità non sia inferiore al suo valore contabile (II livello di *impairment test*<sup>13</sup>).

1.2.2. L'Organo Amministrativo (Consiglio di Amministrazione/Consiglio di sorveglianza) dell'entità che compie l'*impairment test* deve poter valutare la ragionevolezza del risultato del *test* alla luce degli indicatori di presunzione di *impairment* in precedenza descritti (e di altri fatti e circostanze ritenuti rilevanti). In particolare l'Organo Amministrativo deve essere in grado di apprezzare le ragioni per cui a fronte di una riduzione della capitalizzazione di borsa della società, il valore recuperabile risulti comunque superiore al valore contabile di riferimento.

1.2.3. L'Organo Amministrativo nell'esprimere il proprio giudizio è chiamato ad una analisi di ragionevolezza dei risultati cui perviene l'*impairment test*, considerati tutti i fatti e le circostanze che sono stati evidenziati dal management. A questi fini può risultare utile che la stima di valore recuperabile delle attività nette a livello di entità complessiva sia tradotta in valore per azione. Il management deve valutare la ragionevolezza della differenza fra il valore recuperabile per azione e la quotazione di borsa, alla luce di tutti gli elementi che possono concorrere a spiegare tale differenza. A solo titolo di esempio si riportano alcuni di questi indicatori:

- a. diversa configurazione di valore (valore nella prospettiva del controllo nel caso di *impairment test*, prezzo di cessione per l'azionista di minoranza nel caso della quotazione);
- b. effetto depressivo di "timori" da parte del mercato di possibili aumenti di capitale;
- c. diversi input utilizzati in termini di flussi di risultato, di tassi di sconto, di eventuali variabili chiave (in particolare in presenza di asimmetrica distribuzione di informazioni fra il mercato e il management);
- d. diversa struttura finanziaria (nella prospettiva dell'azionista di minoranza la struttura finanziaria che rileva è quella effettiva; nella prospettiva del controllo quella target);
- e. diversi orizzonti temporali (di investimento e quindi di previsione esplicita);

---

<sup>11</sup> Lo IAS 36.8 recita: "Un'attività ha subito una riduzione di valore quando il suo valore contabile supera il suo valore recuperabile. I paragrafi 12-14 descrivono alcune situazioni indicative del fatto che può essersi verificata una riduzione di valore. Se qualcuna di queste indicazioni è presente, l'entità effettua una stima formale del valore recuperabile. Eccetto quanto indicato nel paragrafo 10, il presente Principio non richiede che un'entità formuli una stima formale del valore recuperabile se non vi sono indicazioni di riduzione di valore".

<sup>12</sup> Con il termine "primo livello di *impairment test*" ci si riferisce alla stima del valore recuperabile della singola CGU o del gruppo di CGU cui è allocato avviamento.

<sup>13</sup> Con il termine "secondo livello di *impairment test*" ci si riferisce alla stima del valore recuperabile dell'intera entità.

- f. diversi metodi di valutazione (multipli vs. DCF);
- g. diverse modalità di valutazione delle passività (a valori contabili o a valori di mercato);
- h. diverse modalità di valutazione del patrimonio di terzi;
- i. la struttura del gruppo (i gruppi diversificati e/o che sfruttano più intensamente la leva azionaria si caratterizzano per sconti elevati rispetto al *Nav- Net asset value* impliciti nella quotazione delle azioni della capogruppo);
- j. la liquidità del titolo.

Poiché in contesti di crisi è probabile una iper-reazione del mercato finanziario, può essere naturale identificare comunque una differenza fra capitalizzazione di borsa e valore recuperabile non spiegata dagli elementi di cui ai punti precedenti. Tale differenza espressa in forma di sconto rispetto al valore recuperabile delle attività nette (NAV - *Net Asset Value*) e/o al valore recuperabile delle attività lorde (GAV- *Gross Asset Value*) deve essere ritenuta accettabile dall'Organo amministrativo che approva l'*impairment test* alla luce della documentazione a supporto dell'*impairment test* stesso, alla luce dei fatti e circostanze di natura fondamentale. In linea generale tuttavia maggiore è il peso della differenza non spiegata, maggiore dovrebbe essere la documentazione a supporto dell'evidenza che è più probabile che no che il valore recuperabile sia superiore al valore contabile di riferimento.

### 1.3. Indicazioni operative .

1.3.1. Quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al patrimonio netto dell'entità che deve effettuare l'*impairment test* è opportuno svolgere un *impairment test* di secondo livello (anche in presenza di una allocazione completa dei costi alle CGU), confrontando il valore recuperabile delle attività nette (= attività – passività) dell'entità (eventualmente ottenuto anche per somma di parti) con il patrimonio netto contabile<sup>14</sup> sempre dell'entità.

1.3.2. Per una migliore comprensione del risultato dell'*impairment test* è utile esprimere il valore recuperabile delle attività nette in risultato per azione, evidenziando le cause delle possibili differenze rispetto alla quotazione del titolo e la dimensione della differenza non spiegata sia in termini di valore per azione sia in termini di sconto rispetto al valore recuperabile del totale delle attività lorde e delle attività nette.

1.3.3. Quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al patrimonio netto dell'entità ed al contempo la capitalizzazione di borsa ha subito una ulteriore riduzione dalla data di riferimento dell'ultimo *impairment test*, l'*impairment test* più recente deve contenere una dettagliata analisi di tutti i fatti e le circostanze di presunzione di *impairment* anche di natura fondamentale, evidenziando come di essi si è tenuto conto nella stima del valore recuperabile.

1.3.4. L'*impairment test* deve anche contenere un'analisi comparata delle variazioni intervenute rispetto all'ultimo *impairment test* in termini di: (a) valore recuperabile; (b) valore contabile di riferimento; (c) capitalizzazione di borsa. Il confronto è particolarmente utile in tutti quei casi in cui la capitalizzazione di borsa riflette una riduzione di valore che è stata già recepita anche dal patrimonio netto contabile (quale è il caso delle riduzioni di patrimonio netto dovute a riduzioni di valore delle attività espresse a *fair value*). A titolo di esempio si riporta un semplice schema di riferimento:

---

<sup>14</sup> Ci si riferisce al patrimonio netto contabile figurativo ottenuto grazie al c.d. *grossing-up* dell'avviamento iscritto in bilancio per la quota di pertinenza delle minoranze.

	<i>Impairment test al:</i>		
	31.12.2010	31.12.2011	delta
A) Capitalizzazione di borsa	100	70	
B) Aumenti di Capitale a pagamento (nel 2011)	20		
C) Dividendi distribuiti nel 2011	2		
D) Variazione netta della Capitalizzazione di borsa ( $A_{2011}-B+C-A_{2010}$ )			-48
E) Valore (stimato) del patrimonio di terzi	10	9	
F) Valore recuperabile delle attività nette (Gruppo + Terzi)	130	110	
G) Valore recuperabile delle attività nette (quota Gruppo)(F –E)	120	101	
H) Variazione del valore recuperabile delle attività nette (quota Gruppo)( $G_{2011}-G_{2010}$ )			-19
I) Valore contabile del patrimonio netto (quota Gruppo)	95	108	
L) <i>Impairment loss</i> (quota Gruppo) (= $G_{2011} - I_{2011}$ )			- 7
M) Variazione del patrimonio netto (quota Gruppo)			+ 13
N) Valore figurativo del patrimonio di terzi (con grossing up del goodwill)	8	7	
O) Valore figurativo del patrimonio netto complessivo (Gruppo + Terzi)	103	115	
P) Variazione del patrimonio netto complessivo			+ 8
Q) <i>Impairment loss</i> complessiva (= F – O)			- 5

## 2. Trattamento del rischio (flussi vs. tassi)

### 2.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

2.1.1. Il valore recuperabile è il maggiore fra il valore d'uso ed il *fair value*<sup>15</sup>. La base per la stima tanto del *fair value* (quando si adotta l'*income approach*) quanto del valore d'uso è l'informazione finanziaria prospettica (*Prospective Financial Information*, di seguito PFI) di fonte aziendale. Ai sensi dello IAS 36.33 il valore d'uso deve fondarsi su proiezioni di *cash flow* che si fondino su assunti ragionevoli e documentabili in grado di rappresentare la migliore stima da parte dell'alta direzione del *range* di condizioni economiche future. Sempre ai sensi dello IAS 36.33 maggior peso deve essere dato alle evidenze rivenienti dall'esterno<sup>16</sup>. Ciò significa che la PFI deve fondarsi su una base ragionevolmente obiettiva. Con il termine "base ragionevolmente obiettiva" ci si riferisce ad una previsione che considera tutti i *Key Factors* (= di seguito anche "Variabili di Input Chiave"-VIC) rilevanti e che formula relativamente ad essi *assumptions* ragionevolmente obiettive.

2.1.2. I principi internazionali di valutazione (IVS 2011<sup>17</sup>) stabiliscono che ai fini delle valutazioni di bilancio non è normalmente appropriato far uso di "*special assumptions*" (ovvero *assumptions* che non sarebbero formulate da tipici partecipanti al mercato). In particolare le *assumptions* dovrebbero essere simili a quelle che un qualsiasi esperto (del business della specifica impresa e del settore in cui essa opera) potrebbe formulare<sup>18</sup>.

2.1.3. Sia la guida AICPA "*Prospective Financial Information*" sia lo standard ISAE 3400 "*The examination of Prospective Financial Information*" distinguono fra previsioni (*forecasts*) e proiezioni (*projections*). Le previsioni riguardano la migliore stima (risultato ritenuto più probabile) formulata dal management. Le proiezioni, invece, rappresentano i risultati attesi al verificarsi di *hypothetical assumptions*<sup>19</sup> (riferite a scenari alternativi rispetto a quelle riferite al risultato più probabile<sup>20</sup>). Ai sensi dello IAS 36.A2 qualsiasi approccio si adotti (mono o multi scenario) il risultato dell'*impairment test* deve riflettere il valore attuale atteso dei flussi finanziari futuri ossia la media ponderata di tutti i risultati possibili.

<sup>15</sup> Le modalità di stima del fair value sono chiarite nell'IFRS 13. *Fair value measurement*.

<sup>16</sup> Le evidenze di fonte esterna non dovrebbero essere solo evidenze di prezzi di mercato delle azioni dell'entità (*market-based view*). Ma evidenze più generali relative al business riguardanti i ricavi, le quote di mercato, la crescita dei ricavi, la dinamica dei prezzi costo e dei prezzi ricavo e l'ambiente economico generale. Fonti di tale evidenze sono broker e *industry reports*, presentazioni dei concorrenti in merito alla dinamica dell'ambiente economico futuro, analisi di market intelligence e valutazioni effettuate da istituti finanziari relativamente alle dinamiche settoriali e dell'ambiente economico generale.

<sup>17</sup> IVS 300 Valuations for Financial Reporting: paragrafo 6 "It would not normally be appropriate for a valuation prepared for inclusion in a financial statement to be made on the basis of a special assumption". E nelle definizioni (IVS Definitions) chiarisce che: "Special assumption – an assumption that either assumes facts that differ from the actual facts existing at the valuation date or that would not be made by a typical market participant in a transaction on the valuation date". Naturalmente quando la configurazione di valore è rappresentata dal valore d'uso la prospettiva del partecipante al mercato non si riferisce ad una transazione che preveda il trasferimento del controllo dell'entità, ma piuttosto agli *assumptions* che un partecipante al mercato formulerebbe nella prospettiva dell'attuale azionista di controllo.

<sup>18</sup> Lo IAS 36.BC60 chiarisce inoltre che: "(...) il Board ha osservato che la misura del valore d'uso adottata dallo IAS 36 non è una misura "pura" della specifica entità. Sebbene i flussi finanziari utilizzati come punto di partenza nel calcolo rappresentino dei flussi finanziari specifici dell'entità (nel senso che essi derivano dai budget/previsioni più recenti dalla direzione aziendale e rappresentano la migliore stima effettuabile da parte della direzione di una serie di condizioni economiche che esisteranno lungo la restante vita utile dell'attività), il loro valore attuale deve essere determinato utilizzando un tasso di attualizzazione che riflette le valutazioni correnti di mercato circa il valore temporale del denaro ed i rischi specifici dell'attività (...)" Lo IAS 36.BC61 aggiunge: "Il Board ha pertanto concluso che:

(i) è coerente con la determinazione del valore d'uso adottata nello IAS 36 includere nella lista di elementi gli altri fattori che gli operatori di mercato rifletterebero nella determinazione del prezzo dei flussi finanziari futuri che l'entità si aspetta di ottenere all'attività. (...)"

<sup>19</sup> Guida AICPA Prospective Financial Information (prepared by the Financial Forecasts and Projections Task Force/ Updated as of march 1, 2009): "3.08. Hypothetical Assumption: An assumption used in a financial projection or in a partial presentation of projected information to present a condition or course of action that is not necessarily expected to occur, but is consistent with the purpose of the presentation".

<sup>20</sup> L'ISAE 3400.8 considera anche il caso in cui si considerino l'informazione prospettica sia frutto di una insieme di *best estimates* e di *hypothetical assumptions*. In questi casi si tratta comunque di *projections* e non di *forecasts*. Infatti: "3400.8 A "projection" means prospective financial information prepared on the basis of:

- (a) Hypothetical assumptions about future events and management actions which are not necessarily expected to take place, such as when some entities are in start-up phase or are considering a major change in the nature of operations; or
- (b) A mixture of best-estimate and hypothetical assumption. (...)"

2.1.4. L'appendice A dello IAS 36 richiama il fatto che il rischio ai fini della valutazione possa essere considerato nei flussi di risultato attesi e/o nel tasso di sconto. Al paragrafo A3 si richiama il fatto che i tassi dovrebbero riflettere ipotesi coerenti con quelle dei flussi stimati, altrimenti gli effetti connessi ad alcuni presupposti potrebbero essere, alternativamente, calcolati due volte oppure ignorati.

2.1.5. La PFI può assumere la forma di bilanci completi (conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario) o incompleti in relazione al fatto che le CGU di riferimento siano unità legali indipendenti o rami di azienda. E' opportuno sempre evidenziare la forma assunta dalla informazione prospettica utilizzata ed i limiti che ciò comporta.

2.1.6. La PFI alla base dell'*impairment test* deve essere predisposta in buona fede (cioè in forma documentata, accurata e diligente) utilizzando competenze qualificate. Il termine "buona fede":

- include ogni diligente sforzo per sviluppare *assumptions* appropriate e indipendenti rispetto ai risultati dell'*impairment test*<sup>21</sup>;
- esclude ogni ottimismo o pessimismo non giustificato<sup>22</sup>;
- esclude ogni allungamento o accorciamento dell'orizzonte di previsione non giustificato;
- richiede un livello di dettaglio tale da garantire una adeguata affidabilità della PFI.

La responsabilità della PFI – inclusa la identificazione dei *Key Factors* e la *disclosure* delle *assumption* - è comunque sempre dell'alta direzione.

2.1.7. La PFI si fonda su *Key Factors* che devono essere identificati. La guida AICPA "*Prospective Financial Information*" definisce i *Key Factors* come gli indicatori che ci si attende incideranno significativamente sui futuri risultati attesi della entità. Tali indicatori sono funzione dell'attività dell'entità e riguardano ambiti che influenzano, fra gli altri, le vendite, la produzione, i costi operativi, i finanziamenti, etc. I *Key Factors* sono il fondamento della PFI e costituiscono la base per sviluppare ragionevoli *assumption*<sup>23</sup>. Ad esempio per una azienda di credito un *Key Factor* è senza dubbio il tasso di interesse interbancario, pertanto la PFI deve esplicitare le previsioni di tasso interbancario per gli esercizi successivi e la fonte di tale informazione.

2.1.8. Le *assumption* sono l'essenza stessa dello sviluppo di previsioni e costituiscono la determinante principale dei risultati dell'*impairment test*. Le *assumption* devono essere:

- complete (cioè devono essere sviluppati specifiche *assumption* per tutti i *Key Factor*);
- ragionevoli ed adeguatamente supportati, così da fornire una situazione obiettiva. In particolare deve esistere una relazione Presupposti logici fra le *assumption* ed i fatti e le circostanze sottostanti (gli *assumption* devono cioè essere coerenti con l'esperienza passata e con le condizioni correnti). Laddove ricorrano le condizioni per formulare *assumption* relative a condizioni future significativamente differenti da quelle correnti è necessario evidenziare le ragioni di tale discontinuità (tali *assumptions* prendono il nome di *significant assumptions*);

---

<sup>21</sup> Ciò significa che la PFI deve fondarsi sulla migliore informazione disponibile di fonte interna ed esterna che è ragionevolmente disponibile. Tale informazione include anche l'informazione storica. L'acquisizione di informazione rilevante può richiedere il sostenimento di costi, con il termine di informazione ragionevolmente disponibile non si vuole fare riferimento a qualsiasi tipo di informazione a prescindere dai costi per il suo reperimento, tuttavia si vuole anche sostenere che l'esigenza di sostenere dei costi non è di per sé una ragione sufficiente per non acquisire l'informazione necessaria. Occorre valutare di caso in caso in relazione agli specifici fatti e circostanze.

<sup>22</sup> Ciò non significa che in un'analisi multi scenario considerando più alternative non si debbano considerare scenari più o meno favorevoli rispetto a quello considerato più probabile.

<sup>23</sup> Nel testo il termine *assumptions* viene usato come sinonimo del termine italiano ipotesi.

- identificati sulla base del loro impatto sui risultati prospettici. Le *assumption* con maggiore impatto (c.d. *sensitive assumption*) devono essere sostenute da una base informativa più ampia e laddove disponibile dando maggiore peso all'informazione di fonte esterna<sup>24</sup>;
- valutati nella loro coerenza reciproca. Particolare attenzione deve riposta sugli effetti di portafoglio. Per esempio un rallentamento dell'economia può generare una flessione delle vendite, ma anche una maggiore pressione competitiva sui prezzi;
- ragionevoli nei risultati complessivi della previsione tenuto conto del contesto in cui essa è formulata.

Ci sono casi in cui:

- entro un *range* predefinito e ristretto di valori che i *Key Factors* possono assumere, qualunque *assumption* è da ritenersi equiprobabile;
- non è possibile documentare e supportare tutte le *assumption* con adeguata informazione esterna.

In entrambe queste situazioni occorre valutare se cambiamenti modesti nelle *assumption* siano in grado di modificare significativamente i risultati dell'*impairment test*. Se questo è il caso è necessario dare evidenza di ciò nei risultati dell'*impairment test*, motivando le ragioni delle scelte compiute.

2.1.9. Il confronto regolare fra risultati conseguiti e previsioni precedentemente formulate e l'analisi degli scostamenti fornisce una base per migliorare le previsioni.

2.1.10. Al manifestarsi di un contesto di crisi, il piano formulato a supporto del precedente *impairment test* difficilmente è in grado ancora di rappresentare la migliore stima del management relativa alle condizioni economiche future di svolgimento del business (= stima con maggiore probabilità di manifestazione, IAS 36.A9). Può invece più di frequente accadere che il piano precedente rappresenti solo una proiezione di risultato riferita ad un contesto di mercato futuro possibile, ma non più lo scenario più probabile.

2.1.11. Anche nei casi in cui il precedente piano può essere considerato la migliore stima effettuata dal management, il contesto di crisi è destinato a tradursi in un aumento dello spettro dei possibili risultati alternativi ed in una diminuzione della probabilità di manifestazione dello scenario più probabile.

2.1.12. In un contesto di crisi anche l'orizzonte di previsione affidabile del piano può significativamente accorciarsi. Per altro l'accorciamento dell'orizzonte temporale di previsione può essere in contrasto con l'esigenza di stima del valore recuperabile dell'investimento che ha generato l'avviamento da testare, quando tale investimento presuppone lunghi periodi di recupero. In questi casi occorre comunque adottare un orizzonte temporale adeguato alla stima del valore recuperabile, nel rispetto dei limiti dello IAS 36.35.<sup>25</sup>

2.1.13. In linea di principio in un contesto di crisi:

- aumenta il rischio di *execution* del piano;

<sup>24</sup> La distinzione fra *sensitive assumption* e *significant assumption* è contenuta nella guida AICPA *Prospective Financial Information*. In particolare ai sensi del paragrafo 8.23: *sensitive assumptions* sono: "assumptions about which there is a reasonable possibility of the occurrence of a variation that may significantly affect the prospective results" e *significant assumptions* sono: "assumptions about anticipated conditions that are expected to be significantly different from current conditions, which are not otherwise reasonably apparent".

<sup>25</sup> "Budget/previsioni dettagliati, espliciti e attendibili di flussi finanziari futuri per archi temporali superiori ai cinque anni non sono generalmente disponibili. Per questo motivo, le stime dei flussi finanziari futuri effettuate dalla direzione aziendale sono fondate sui più recenti budget/previsioni per un periodo massimo di cinque anni. La direzione aziendale può far uso di proiezioni di flussi finanziari fondate su budget/previsioni per un periodo superiore ai cinque anni se è fiduciosa che tali proiezioni siano attendibili e se può dimostrare la propria capacità, fondata sulle passate esperienze, di prevedere accuratamente flussi finanziari per un periodo più lungo". IAS 36.35.

- aumentano le discontinuità fra il flusso dell'ultimo anno di previsione esplicita ed il flusso normale atteso nella stima del valore terminale (di qui l'esigenza di introdurre "*significant assumption*" nella normalizzazione del flusso atteso da proiettare in perpetuo);
- aumentano le *assumption* con forte impatto sul risultato finale per i quali il supporto documentale è ridotto ("*sensitive assumption*");

e di riflesso si riducono le basi obiettive della PFI.

## 2.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

2.2.1. In un contesto di crisi i rischi di realizzazione dei piani sono più elevati, di quanto non accada in contesti "normali". Ne discende la necessità di considerare tali rischi nella stima del valore recuperabile. Lo stesso IAS 36 ai paragrafi A17<sup>26</sup> e A18<sup>27</sup> richiama il fatto che il costo del capitale stimato facendo uso di tecniche valutative quali il CAPM è solo un punto di partenza. Tale costo deve poi essere rettificato per riflettere il modo in cui il mercato valuterebbe i rischi specifici associati ai flussi finanziari stimati e per escludere rischi che non sono pertinenti ai flussi finanziari stimati o per i quali i flussi finanziari stimati sono stati rettificati.

2.2.2. Il rischio di realizzazione dei piani può essere trattato sulla base di cinque metodologie alternative:

- affiancare ai piani (*best estimates* del management) delle proiezioni di scenari alternativi (peggiorativi) ed utilizzare poi il risultato medio atteso ed il costo del capitale stimato sulla base del CAPM o di metodologie simili per il calcolo del valore recuperabile (c.d. *expected present value technique*<sup>28</sup>);
- utilizzare il piano del management (unico scenario) e maggiorare il tasso di sconto (rispetto al costo del capitale stimato sulla base del CAPM o di metodologie simili) per considerare il rischio di realizzazione del piano (c.d. *discount rate adjustment technique*<sup>29</sup>), ogniquale volta il piano elaborato dal management rappresenti lo scenario più probabile, ma non possa dirsi medio rappresentativo degli scenari futuri attesi;
- utilizzare il piano (*best estimates* del management) ed un tasso di attualizzazione non inferiore a quello utilizzato dagli *equity analysts* quando:
  - i flussi rilevanti (di reddito o di cassa) di piano ricadono entro il range di previsione degli *equity analysts* che seguono il titolo;

<sup>26</sup> "A.17. *Come punto di partenza per tale stima [del tasso di attualizzazione, n.d.r.], l'entità potrebbe prendere in considerazione i seguenti tassi:*

- Il costo medio ponderato del capitale per l'entità determinato facendo uso di tecniche valutative quale il Capital Asset Pricing Model;*
- Il tasso di finanziamento marginale dell'entità; e*
- altri tassi reperibili sul mercato".* (sottolineato nostro)

<sup>27</sup> "A18. *Tuttavia questi tassi devono essere rettificati:*

- per riflettere il modo in cui il mercato valuterebbe i rischi specifici associati ai flussi finanziari stimati dell'attività; e*
- per escludere rischi che non sono pertinenti ai flussi finanziari stimati dell'attività o per i quali i flussi finanziari stimati sono stati rettificati.*

*In considerazione si dovrebbero tenere i rischi quali quelli legati al paese, alla valuta e al prezzo".*

<sup>28</sup> "3.23. (...) *this technique uses as a starting point, a set of cash flows that represents the probability-weighted average of all possible future cash flows (that is the expected cash flows). The resulting estimate is identical to expected value, which, in statistical terms, is the weighted average of a discrete random variable's possible values with the respective probabilities as the weights. Because all possible cash flows are probability-weighted, the resulting expected cash flow is not conditional upon the occurrence of any specified event (unlike the cash flows used in the discount rate adjustment technique)"* Working Draft of AICPA Accounting and valuation Guide, Testing Goodwill for Impairment, pag. 49

<sup>29</sup> "3.22. *Under the discount rate adjustment technique (...) risk is assigned to, or incorporated into, the discount rate. It is common practice to use management's best estimate or otherwise determine an estimate of an entity's most likely cash flows for discrete periods and then to discount those amounts to present value using a risk-adjusted rate of return, or discount rate. The greater the perceived risk associated with the cash flows, the higher the discount rate applied to them, and the lower their present value".* Working Draft of AICPA Accounting and valuation Guide, Testing Goodwill for Impairment, pag. 50.

- b. la copertura degli analisti è rilevante;
  - c. la durata del piano coincide con la copertura di previsione degli analisti (non superiore ai tre anni);
  - d. il piano è già stato annunciato al mercato (non vi è cioè asimmetria informativa fra analisti e mercato).
- (iv) Utilizzare il piano (*best estimate* del management) ed il costo del capitale desunto dal CAPM o da metodologie simili, quando sia possibile dimostrare che i flussi di piano oltre ad essere i più probabili siano anche i flussi medi attesi (distribuzione normale o simmetrica). Questa analisi deve dimostrare che gli spazi di *upside* e di *dowside* delle variabili chiave siano simmetrici ed equiprobabili. Se tale analisi è adeguatamente documentata (anche sulla base di evidenze esterne) e conduce a ritenere che il piano esprima effettivamente risultati medi attesi non vi è alcuna necessità di maggiorare il tasso di sconto di un premio per il rischio di *execution* del piano stesso;
- (v) Utilizzare il piano validato dai finanziatori esterni (ad esempio dalle banche nell'ambito di piani di ristrutturazione del debito) dopo aver adeguato il costo del capitale al costo del credito post rinegoziazione (costo che per l'entità specifica può anche ridursi rispetto alla situazione ante ristrutturazione, ma che comunque risulta di norma superiore a quello di entità caratterizzate da strutture finanziarie normali o target, cioè "*investment grade*") .

2.2.3. In un contesto di crisi, il flusso dell'ultimo esercizio di previsione esplicita può non esprimere il flusso di risultato medio normale da proiettare in perpetuo. E' possibile – pertanto – procedere ad una stima autonoma del flusso medio normale di lungo periodo. A tal fine può essere opportuno identificare il ROEC<sup>30</sup> spread<sup>31</sup> (o il ROTE<sup>32</sup> spread<sup>33</sup>, nel caso di valutazioni *equity side*) normale di lungo periodo, considerato il vantaggio competitivo di cui l'impresa si presume potrà disporre al termine del periodo di previsione esplicita. Naturalmente la misura del ROEC o del ROTE spread deve essere ricavata muovendo dalla esperienza storica e/o dalla dinamica degli intangibili di cui l'impresa è dotata (ad esempio pur in presenza di un elevato ROEC spread nel passato, una contrazione del portafoglio clienti nel corso del 2011, può essere indicativo dell'incapacità dell'impresa di mantenere il proprio vantaggio competitivo dopo il periodo di previsione esplicita).

2.2.4. Il saggio di crescita da applicare al flusso del valore terminale (g) è funzione dell'orizzonte temporale di previsione esplicita e del saggio di crescita composto annuo nel periodo di piano (CAGR %<sup>34</sup>). La tabella 5 mostra un esempio di calcolo del valore recuperabile sulla base di tre diversi orizzonti temporali (cinque, tre, un esercizio) facendo uso di un eguale saggio di crescita composto annuo nel periodo di previsione esplicita (pari al 12%), di un eguale costo del capitale (10%) e di uno stesso saggio di crescita g applicato al valore terminale (2%). La tabella mostra che facendo uso di un orizzonte temporale più esteso (per via del fatto che il CAGR% nel periodo di previsione esplicita è superiore al saggio di crescita g applicato al valore terminale) si ottiene un valore recuperabile più elevato (171,71 con un orizzonte di previsione esplicita a cinque anni, 147,93 con un orizzonte a tre anni; 125,00 con un orizzonte di un anno).

<sup>30</sup> ROEC = return on employed capital =  $Ebit \times (1-tc) / (Invested\ capital - Goodwill) = Nopat / Employed\ capital$

<sup>31</sup> ROEC spread = ROEC – wacc (dove wacc = costo medio ponderato del capitale)

<sup>32</sup> ROTE = Return on Tangible Equity =  $Net\ Income / (Book\ value - Intangible\ assets)$

<sup>33</sup> ROTE spread = ROTE – coe (dove coe = cost of equity)

<sup>34</sup> CAGR % = Cumulative average Growth rate =  $(Reddito\ Finale / Reddito\ Iniziale)^{1/n} - 1$

**Tab. 5. Stesso costo del capitale, stesso tasso di crescita g, diverso orizzonte temporale di previsione esplicita con CAGR% > g**

**Previsione fondata su cinque esercizi**

anni	0	1	2	3	4	5	Flusso TV	CAGR %
Reddito di piano		10,00	11,20	12,54	14,05	15,74		12%
g	<b>2%</b>						16,05	
cost of capital	10%							
TV							200,62	
Discount factor		0,9091	0,8264	0,7513	0,6830	0,6209		
Valore attuale Redditi		9,091	9,256	9,424	9,596	9,770		
Somma Valore attuale Redditi	47,14							
valore attuale TV	124,57							
<b>Valore recuperabile</b>	<b>171,71</b>							

**Previsione fondata su tre esercizi**

anni	0	1	2	3	Flusso TV	CAGR %
Reddito di piano		10,00	11,20	12,54		12%
g	<b>2%</b>				12,79	
cost of capital	10%					
TV					159,94	
Discount factor		0,9091	0,8264	0,7513		
Valore attuale Redditi		9,091	9,256	9,424		
Somma Valore attuale Redditi	27,77					
valore attuale TV	120,16					
<b>Valore recuperabile</b>	<b>147,93</b>					

**Previsione fondata su un esercizio**

anni	0	1	Flusso TV
Redditi di piano		10	
g	<b>2%</b>		10,20
cost of capital	10%		
TV			127,50
Discount factor		0,9091	
Valore attuali redditi		9,09	
Somma valore attuale redditi	9,09		
Valore attuale TV	115,91		
<b>Valore recuperabile</b>	<b>125,00</b>		

La tabella 6 risolve le formule valutative della tabella 5 modificando il saggio di crescita “g” e mantenendo costante il risultato (pari a 171,71 il valore che si ottiene adottando un orizzonte di previsione esplicita a cinque anni ed un saggio di crescita g pari al 2%). La tabella evidenzia come, all'accorciarsi dell'orizzonte di previsione esplicita, il saggio di crescita g in grado di garantire lo stesso valore recuperabile deve crescere al 3,2% (nel caso di orizzonte a tre esercizi) ed al 4,2% (nel caso di orizzonte di previsione limitato ad un solo esercizio). Naturalmente anche in questo caso l'effetto è dovuto al fatto che il CAGR % nel periodo di previsione esplicita è superiore al saggio di crescita nel valore terminale. Se il CAGR% fosse pari al saggio g l'effetto si annullerebbe (cfr. tab. 7).

**Tab. 6. Saggio di crescita g in grado di rendere eguali i risultati dei tre diversi orizzonti temporali di previsione esplicita con CAGR% > g**

**Previsione fondata su cinque esercizi**

anni	0	1	2	3	4	5	Flusso TV	CAGR %
Reddito di piano		10,00	11,20	12,54	14,05	15,74		12%
g	<b>2%</b>						16,05	
cost of capital	10%							
TV							200,62	
Discount factor		0,9091	0,8264	0,7513	0,6830	0,6209		
Valore attuale Redditi		9,091	9,256	9,424	9,596	9,770		
Somma Valore attuale Redditi	47,14							
valore attuale TV	124,57							
Valore recuperabile	171,71							

**Previsione fondata su tre esercizi**

anni	0	1	2	3	Flusso TV	CAGR %
Reddito di piano		10,00	11,20	12,54		12%
g	<b>3,24%</b>				12,95	
cost of capital	10%					
TV					191,58	
Discount factor		0,9091	0,8264	0,7513		
Valore attuale Redditi		9,091	9,256	9,424		
Somma Valore attuale Redditi	27,77					
valore attuale TV	143,94					
Valore recuperabile	171,71					

**Previsione fondata su un esercizio**

anni	0	1	Flusso TV
Redditi di piano		10	
g	<b>4,2%</b>		10,42
cost of capital	10%		
TV			178,88
Discount factor		0,9091	
Valore attuali redditi		9,09	
Somma valore attuale redditi	9,09		
Valore attuale TV	162,62		
Valore recuperabile	171,71		

**Tab. 7. Stesso costo del capitale, stesso tasso di crescita g, diverso orizzonte temporale di previsione esplicita con CAGR% = g**

**Previsione fondata su cinque esercizi**

anni	0	1	2	3	4	5	Flusso TV	CAGR %
Reddito di piano		10,00	10,20	10,40	10,61	10,82		2%
g	2%						11,04	
cost of capital	10%							
TV							138,01	
Discount factor		0,9091	0,8264	0,7513	0,6830	0,6209		
Valore attuale Redditi		9,091	8,430	7,817	7,248	6,721		
Somma Valore attuale Redditi	39,31							
valore attuale TV	85,69							
<b>Valore recuperabile</b>	<b>125,00</b>							

**Previsione fondata su tre esercizi**

anni	0	1	2	3	Flusso TV	CAGR %
Reddito di piano		10,00	10,20	10,40		2%
g	2%				10,61	
cost of capital	10%					
TV					132,65	
Discount factor		0,9091	0,8264	0,7513		
Valore attuale Redditi		9,091	8,430	7,817		
Somma Valore attuale Redditi	25,34					
valore attuale TV	99,66					
<b>Valore recuperabile</b>	<b>125,00</b>					

**Previsione fondata su un esercizio**

anni	0	1	Flusso TV
Redditi di piano		10	
g	2%		10,20
cost of capital	10%		
TV			127,50
Discount factor		0,9091	
Valore attuali redditi		9,09	
Somma valore attuale redditi	9,09		
Valore attuale TV	115,91		
<b>Valore recuperabile</b>	<b>125,00</b>		

2.2.5. Ai fini della stima del valore terminale è possibile far uso del c.d. “*exit multiple method*” che consiste nell’applicare un multiplo medio storico osservato sul mercato nel passato (ad esempio medio di ciclo), oppure un multiplo implicito in transazioni correnti (purché espresso in forma *forward*<sup>35</sup>).

**2.3. Indicazioni operative**

2.3.1. Quando si intende far uso di un’analisi multi-scenario (*expected present value technique*) sono disponibili più tecniche di valutazione. Una prima tecnica di valutazione è costituita dal c.d. Metodo Montecarlo. Il metodo richiede:

- l’identificazione delle variabili chiave del piano;
- i momenti della distribuzione di tali variabili (è utile a questo fine considerare anche i valori assunti dalle previsioni degli analisti);
- la correlazione fra il valore assunto dalle variabili nel tempo;

<sup>35</sup> Un multiplo Forward è ottenuto ponendo a numeratore il prezzo (o l’enterprise value) atteso a termine e a denominatore la quantità di riferimento (ad esempio utile netto o Ebitda) attesa a termine. Ad esempio:

- il multiplo P/E riferito all’anno 5 è dato da:  $P_5/E_5$  dove  $P_5 = P_0 \times (1 + \text{cost of equity})^5 - \sum \text{dividendi}_i \times (1 + \text{cost of equity})^5$  e  $E_5 =$  utile netto atteso per l’anno 5;
- il multiplo EV/Ebitda riferito all’anno 5 è dato da:  $EV_5/Ebitda_5$  dove  $EV_5 = EV_0 \times (1 + \text{wacc})^5 - \sum \text{unlevered free cash flows}_i \times (1 + \text{wacc})^5$  e  $Ebitda_5 =$  Ebitda atteso per l’anno 5.

d) l'identificazione di un numero sufficientemente ampio di *trials* (es. 10.000).

Normalmente il metodo richiede un software di calcolo, il quale restituisce il valore recuperabile medio atteso. Il limite del Metodo Montecarlo è legato alla elevata sensibilità dei risultati a modifiche negli input che non sempre trovano adeguato supporto documentale. L'adozione di questo metodo è quindi subordinata alla possibilità di disporre di evidenze esterne significative in merito alla distribuzione delle variabili chiave. Comunque il metodo Montecarlo dovrebbe restituire risultati inferiori a quelli che si otterrebbero scontando ad un tasso desunto dal CAPM o da tecniche valutative simili le *best estimate* del management.

Una seconda tecnica di valutazione è costituita da un'analisi riferita ad un numero limitato di scenari. In questo caso è lo stesso management che affianca alla previsione riferita allo scenario più probabile (il piano in senso proprio) delle proiezioni fondate su scenari alternativi (costruiti intorno a *hypothetical assumption*). La prassi più comune prevede l'uso di almeno tre scenari<sup>36</sup>:

- d) la *best estimate* del management (lo scenario più probabile);
- e) una situazione c.d. *steady state* o *status quo* (con nessun cambiamento rispetto alla capacità di reddito prevista per il primo anno di piano/ultimo anno storico);
- f) uno scenario medio-rappresentativo di condizioni allineate a quelle degli altri partecipanti al mercato (con marginalità e saggi di crescita allineati a quelli attesi per i concorrenti e per il settore), definito normalmente scenario di sopravvivenza.

Naturalmente questi scenari sono solo indicativi. Va comunque rilevato che la finalità dell'analisi multi scenario consiste nell'incorporare il rischio di *execution* del piano nei flussi di risultato medio attesi. Ciò richiede di ottenere risultati medi attesi inferiori a quelli della *best estimate* del management; circostanza che si realizza solo se gli scenari alternativi si caratterizzano per flussi attesi di risultato più contenuti rispetto alle previsioni del management.

Sia facendo uso del metodo Montecarlo che dell'analisi multi scenario il tasso di sconto corrisponde al tasso desunto sulla base del CAPM<sup>37</sup> o di metodologie simili.

2.3.2. In assenza di analisi multi-scenario, quando il piano pur raffigurando lo scenario più probabile non rappresenta i flussi medi attesi, è necessario considerare nel tasso di sconto un premio per il rischio di non realizzabilità del piano (*discount rate adjustment technique*). La misura del premio per il rischio deve essere valutata sulla base degli specifici fatti e circostanze ed è funzione diretta dei seguenti elementi:

- saggio di crescita dei flussi di risultati nel periodo di previsione esplicita;
- estensione del periodo di previsione esplicita;

---

<sup>36</sup>“Management spends a great deal of time in developing the most likely financial forecasts. Unfortunately, in some cases they look like a hockey stick, with revenues, margins and net incomes all increase rapidly, which is implausible. As previously mentioned, we strongly recommend that valuers work with management to generate at least three future scenarios. This is of particular importance in business combinations where synergies are involved. [le sinergie riconosciute nel prezzo di acquisto in una business combination sono sempre parte del goodwill, n.d.r.] The scenarios should reflect management's most likely expectations (success scenario), some lesser level of synergies, in line with those achievable by market participants (survival scenario) and, reflecting the poor performance of most mergers, a continuation of the past year (status-quo scenario). In general, everything will not go as management expects; some middle position is probable. In other words, the valuers must distinguish between the possible and various degrees of probable. Certain practical problems apply to such a three scenario method. One is to determine which assumptions are appropriate for each scenario, another is to ensure that only probable situations are covered and the third is to confirm that all results are plausible”. James Catty, Chair of IACVA, International Association of Consultants, Valuers and Analysts, *It's hard to predict, especially about the future*, International Conference IACVA, 2008.

<sup>37</sup> Tale scelta è compatibile con il dettato dello IAS 36.A18 lettera (b) in precedenza citato.

- presenza di rilevanti e ripetuti scostamenti negativi di natura non sistematica<sup>38</sup> fra previsioni e consuntivi negli ultimi 3/5 anni;
- scostamento fra i flussi di risultati nel periodo di previsione esplicita e misure desumibili da fonti esterne attraverso:
  - *benchmarking* (confronto con concorrenti);
  - *equity reports* (sia sulla specifica entità sia sul settore);
  - analisi e previsioni di settore

Il principio da seguire nella correzione al rialzo del tasso di attualizzazione consiste nell'ottenere lo stesso risultato che si avrebbe utilizzando un'analisi multi-scenario che considerasse scenari alternativi più prudenti rispetto al piano, rispettivamente incentrati sulla capacità corrente di reddito dell'impresa (*steady state o status quo*) e sulle prospettive normali di settore (*survival scenario*)<sup>39</sup>.

2.3.3. Quando il piano utilizzato ai fini di *impairment test* è già stato annunciato al mercato finanziario ed è possibile valutare la reazione degli analisti al piano attraverso la revisione delle previsioni di risultato da parte degli analisti stessi, se i flussi di risultato rilevanti (di reddito o di cassa) ai fini dell'*impairment test* ricadono entro il range di previsione degli *equity analysts* che seguono il titolo e la copertura degli analisti è rilevante, il piano può essere ritenuto medio rappresentativo. In questi casi il tasso di sconto da utilizzare deve essere ragionevolmente allineato a quello utilizzato dagli analisti (in quanto tale tasso – presumibilmente – già considera i rischi di non realizzazione del piano<sup>40</sup>).

2.3.4. Quando il piano utilizzato ai fini di *impairment test* non è ancora stato annunciato al mercato finanziario (e quindi vi è una asimmetria di informazione fra l'impresa ed il mercato), oppure quando l'entità non dispone di una rilevante copertura di analisti tale da rendere significativo il confronto con le previsioni esterne, è possibile evitare un'analisi multi-scenario e una correzione in aumento del tasso di sconto qualora si possa dimostrare che i flussi di piano oltre ad essere i più probabili siano anche i flussi medi attesi (distribuzione normale o simmetrica, media = mediana = moda). E' opportuno a tal fine identificare i range di probabile variazione delle variabili chiave (valore minimo e valore massimo) per ciascuno degli anni di previsione esplicita ed individuare le ragioni per cui si ritiene che il valore assunto nel piano di tali variabili sia da giudicarsi più probabile. Poiché normalmente l'incertezza cresce all'estendersi dell'orizzonte temporale i range di variazione delle variabili chiave tendono ad ampliarsi per gli anni più lontani, generando così dei "coni di volatilità". E' opportuno che il *range* definito per il primo esercizio risulti sufficientemente contenuto e che sia trimestralizzato, in quanto lo sconfinamento dal *range* di una variabile chiave nel corso dell'anno costituisce un *trigger event* che fa scattare l'esigenza di ripetere l'*impairment test* prima della scadenza annuale. Il tasso di sconto, in questo caso può essere rappresentato dal costo del capitale stimato sulla base del CAPM<sup>41</sup> o di metodologie simili;

2.3.5. Nel caso di imprese a ridotta capitalizzazione (e/o flottante) ed elevato *leverage*, la validazione esterna del piano che assume maggiore rilevanza è quella effettuata dagli istituti finanziari e dai *bondholder*. In particolare quando il piano è utilizzato per rinegoziare le scadenze e/o i *covenants* sul debito ed i finanziatori hanno accettato tali rinegoziazioni, i flussi previsti del piano possono essere giudicati medio-rappresentativi e quindi si può procedere a scontare tali flussi al costo del capitale desunto dal CAPM o da altri metodi simili, con l'accortezza di considerare che il maggiore costo marginale del debito è

<sup>38</sup> Con il termine "scostamenti di natura non sistematica" ci si riferisce a scostamenti attribuibili a fattori specifici aziendali. Fra questi può figurare anche l'uso di "special assumption" come definite nella nota 2.

<sup>39</sup> Tale scelta è compatibile con il dettato dello IAS 26.A18 lettera (a) in precedenza citato.

<sup>40</sup> Tale scelta è conforme al dettato dello IAS 36.A17 lettera (c) e IAS 36.A18 lettera (a) in precedenza citati.

<sup>41</sup> Tale scelta è conforme al dettato dello IAS 36.A18 lettera (b) in precedenza citato

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<sup>42</sup>.

2.3.6. Le imprese operanti in settori ciclici o particolarmente esposti a variabili macrofinanziarie o per le quali comunque l'ultimo anno di previsione esplicita non rappresenta una base affidabile per la stima del valore terminale, il flusso di risultato (di reddito o di cassa) da proiettare in perpetuo può essere diverso dal flusso dell'ultimo anno di previsione. Può trattarsi di un risultato medio atteso di ciclo o viceversa di un risultato ricostruito sulla base della elasticità dei risultati a variabili macrofinanziarie o ancora un risultato stimato sulla base di un'analisi fondamentale volta a rilevare il vantaggio competitivo della specifica società. Il principio da seguire nella costruzione del flusso di risultato del valore terminale consiste comunque nel proiettare un risultato non superiore a quello che la società è stata in grado di generare nel passato a meno che non siano intervenuti elementi di discontinuità in grado di accrescere o ridurre il vantaggio competitivo dell'impresa. Normalmente l'analisi storica dovrebbe coprire un arco temporale doppio rispetto a quello della previsione analitica<sup>43</sup>. Ad esempio di fronte a previsioni a cinque anni, il flusso da proiettare in perpetuo ai fini della stima del valore terminale dovrebbe essere ricavato muovendo dalla performance storica della società degli ultimi 10 anni, aggiustata poi in aumento o in riduzione per considerare l'accumulo o decumulo di beni intangibili in grado di accrescere o ridurre la capacità di extrareddito della società stessa. Naturalmente ciò è consigliabile in assenza di fatti e circostanze che possano rendere poco utile il riferimento ad un orizzonte storico così protratto<sup>44</sup>.

2.3.6. Se si fa uso di un *exit multiple* per stimare il valore terminale, occorre comunque valutare la ragionevolezza del multiplo applicato. A tal fine è utile estrarre il saggio di crescita implicito nel multiplo. Nel caso in cui la valutazione sia *asset side* la formula per estrarre il saggio di crescita perpetuo (*g*) implicito nel multiplo è la seguente<sup>45</sup>:

$$g = (TV \times wacc - UFCF) / (TV + UFCF)$$

dove:

TV = valore terminale

wacc = costo medio ponderato del capitale

UFCF = *unlevered free cash flows* =  $Nopat \times (1 - \text{tasso di reinvestimento}) = Ebit \times (1 - \text{Tax rate}) \times (1 - \text{tasso di reinvestimento})$ .

---

<sup>42</sup> Tale scelta è conforme al dettato dello IAS 36.A17 lettera (b) in precedenza citato

<sup>43</sup> *The Uses and abuses of management projection*, Business Valuation Resource, December 4, 2008, Teleconference Handbook, Pag. 42: "Stuart Weiss: The first step in producing a forecast or a projection is to look at the past. It is a good idea to look at twice as many years in the past as you are projecting in the future".

<sup>44</sup> Per seguire una espressione efficace riportata in *The Uses and abuses of management projection*, Business Valuation Resource, December 4, 2008, Teleconference Handbook, slide 9 *\_Base the Future on the Past* "Occorre evitare la tentazione di usare l'esperienza passata allo stesso modo in cui un ubriaco userebbe un lampione come punto di appoggio anziché come fonte di illuminazione"

<sup>45</sup> "3.28. If a terminal value is estimated using an exit multiple method, the best practice for determining whether the terminal value is reasonable is to calculate the implied growth inherent in the selected exit multiple. For mature companies, the following long-term growth in perpetuity formula could be used:

$$g = (TVr - CF) / (TV + CF)$$

where:

TV = terminal value

CF = cash flow in the last year of the discrete period

r = wacc

g = Long-term growth rate" Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide. Testing Goodwill for impairment.

Nel caso di imprese nelle fasi iniziali del ciclo di vita od operanti in settori in rapida crescita è possibile far uso di un “*fading period*” prima di estrarre il saggio di crescita perpetuo implicito nel valore terminale<sup>46</sup>.

### 3. Natura degli scostamenti

#### 3.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

3.1.1. Lo IAS 36.34 prescrive che “*La direzione aziendale valuta la ragionevolezza delle ipotesi su cui le presenti proiezioni di flussi finanziari si basano esaminando le cause delle differenze tra le proiezioni dei flussi finanziari passati e i flussi finanziari presenti. La direzione aziendale deve assicurare che le ipotesi su cui si basano le attuali proiezioni di flussi finanziari siano coerenti con i risultati effettivi passati, a condizione che gli effetti degli eventi successivi o di circostanze che non esistevano quando tali flussi finanziari attuali sono stati generati lo rendano appropriato*”<sup>47</sup>.

3.1.2. In un contesto di crisi largamente inattesa, gli scostamenti fra consuntivi e budget possono essere anche molto rilevanti. L’analisi degli scostamenti è utile al fine di apprezzare la ragionevolezza delle previsioni e delle proiezioni aziendali. A tal fine è opportuno distinguere fra due diverse tipologie di scostamenti in relazione alla loro natura: sistematica (o non diversificabile) e non sistematica (o diversificabile). Gli scostamenti di natura sistematica sono causati da indicatori inattesi che hanno impatto sull’intero portafoglio di mercato (listino di borsa). Possono essere a solo titolo di esempio: per una impresa manifatturiera, i minori ricavi imputabili ad una dinamica inattesa meno favorevole della domanda interna e del PIL; per un istituto di credito, i minori ricavi imputabili ad una dinamica delle variabili macrofinanziarie meno favorevole rispetto a quella prevista. Gli scostamenti di natura sistematica traggono origine sempre da scostamenti nelle variabili macroeconomiche o macrofinanziarie assunte alla base del budget/piano. Maggiore è l’esposizione dell’impresa a tali variabili, maggiore è lo scostamento conseguente a parità di variazione della variabile stessa. Gli scostamenti di natura non sistematica (o diversificabile) sono invece tutti gli altri scostamenti non attribuibili a variabili macroeconomiche o macrofinanziarie e normalmente sono ottenuti per differenza rispetto agli scostamenti di natura sistematica.

3.1.3. Il rischio di natura sistematica che si manifesta in scostamenti fra flussi di risultato previsti (*budget*) e dati di consuntivo (*actual*) è normalmente catturato dal tasso di attualizzazione. Quando ad esempio si fa uso di tecniche di stima quali il CAPM, il rischio sistematico è misurato dal coefficiente beta. L’analisi degli scostamenti di natura sistematica permette di comprendere se la misura di coefficiente beta è appropriata. Ad esempio in presenza di scostamenti di natura sistematica particolarmente intensi e di coefficienti beta inferiori all’unità è opportuno verificare se le tecniche di stima del coefficiente beta sono appropriate.

3.1.4. Il rischio di natura non sistematica non è catturato dal tasso di attualizzazione ricavato da tecniche di mercato quali il CAPM. La presenza di rilevanti scostamenti negativi fra dati di budget e dati di consuntivo di natura non sistematica è indice di un maggiore rischio di *execution* del piano. Ciò comporta:

---

<sup>46</sup> “3.29. For early stage companies, alternative approaches, for example, using the fading growth method in combination with the long-term cost of capital may be appropriate”. Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide. Testing Goodwill for impairment

<sup>47</sup> Basis for Conclusion dello IAS 36, para. BC65: “(...) il Board ha deciso di (...) includere nel paragrafo 34 del Principio delle linee guida al fine di chiarire che la direzione aziendale:

- (a) dovrebbe valutare la ragionevolezza delle ipotesi su cui le attuali proiezioni di flussi finanziari si basano esaminando le cause delle differenze tra le proiezioni dei flussi finanziari passati e i flussi finanziari presenti; e
- (b) dovrebbe assicurare che le ipotesi su cui si basano le attuali proiezioni di flussi finanziari siano coerenti con i risultati effettivi passati, a condizione che gli effetti degli eventi successivi, o di circostanze che non esistevano quando tali flussi finanziari effettivi sono stati prodotti, le rendano appropriate.

(a) la revisione in senso più prudente del piano;

(b) la esigenza di normalizzare i flussi previsti di piano attraverso un'analisi multi-scenario o un incremento del tasso di attualizzazione o una verifica del consenso degli analisti.

In linea di principio maggiore è lo scostamento di natura non sistematica, minore dovrebbe essere anche la prevedibilità del business.

3.1.5. Quando ne ricorrano le condizioni, l'analisi degli scostamenti non dovrebbe limitarsi al budget, ma dovrebbe considerare anche i piani precedenti. Anche con riguardo ai piani sarebbe opportuno distinguere gli effetti di natura sistematica, rispetto a quelli di natura non sistematica. In particolare questa analisi è utile per verificare l'alternarsi nel tempo di scostamenti negativi e positivi di natura non sistematica. Qualora gli scostamenti siano solo di segno negativo, ed in assenza di fatti e circostanze in grado di spiegare tale dinamica, vi è la presunzione che le previsioni del management si caratterizzino per un rischio di *execution*. La dimensione relativa degli scostamenti offre una indicazione della misura di tale rischio.

3.1.6. Nel caso in cui vi sia adeguata copertura da parte di *equity analysts* può essere utile verificare se le previsioni dal consenso degli analisti (alla data di formulazione del precedente budget o piano) siano state in grado di meglio prevedere i risultati effettivamente conseguiti dal management. Qualora infatti gli analisti siano sufficientemente numerosi, le previsioni di consenso (cioè la mediana delle previsioni del complesso degli analisti) possono esprimere una migliore previsione rispetto al più informato del mercato<sup>48</sup>.

## 3.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

3.2.1. Lo IAS 36.A1<sup>49</sup> richiama il fatto che ai fini del calcolo del valore attuale dei flussi futuri attesi occorre considerare le aspettative di possibili variazioni dell'ammontare o della tempistica dei flussi di risultato. Esplicita poi che di tali variazioni occorre tenere conto sia nei flussi attesi sia nel tasso di sconto.

3.2.2. L'analisi degli scostamenti deve individuare dapprima gli scostamenti di natura sistematica. Può essere utile al riguardo identificare due tipi di relazioni fra risultati aziendali (ad esempio in termini di ROEC o ROTE) e variabili macrofinanziarie o macroreali:

(a) utilizzando dati storici (ad esempio trimestrali);

(b) utilizzando i dati prospettici del piano.

Sulla base delle due serie di dati è possibile ricostruire le relazioni fra performances e variabili macro, in grado di identificare la performance che si sarebbe prevista alla data di formulazione del precedente budget/piano qualora si fosse previsto il livello effettivamente realizzatosi della variabile macro oggetto di analisi.

3.2.3. Identificato lo scostamento di natura sistematica è opportuno procedere alla stima dello scostamento di natura non sistematica per differenza rispetto allo scostamento effettivo. Quando lo scostamento di natura sistematica ricostruito sulla base delle relazioni precedenti è superiore allo scostamento effettivamente conseguito, significa che l'entità ha parzialmente compensato lo scostamento

---

<sup>48</sup> Michael Mauboussin, *Explaining the wisdom of crowds*, Legg Mason, March 20, 2007. Scaricabile all'indirizzo internet: [http://www.adamdell.com/media/file/original/33\\_ExplainingWisdom.pdf](http://www.adamdell.com/media/file/original/33_ExplainingWisdom.pdf)

<sup>49</sup> IAS 36.A1 lettera (b).

di natura sistematica agendo su variabili specifiche aziendali (ovvero di natura non sistematica). Un esempio è riportato di seguito:

A) Reddito operativo di Budget 2011 (fondato su una attesa di crescita del PIL per il 2011 dell'1%)	100
B) Reddito operativo effettivamente conseguito (Actual 2011)	70
C) Scostamento assoluto fra Actual e Budget (= B – A)	-30
D) Dinamica effettiva del PIL 2011 = 0,7%	
E) Reddito operativo di Budget ricostruito sulla base della relazione storica fra ricavi e PIL	60
F) Scostamento di natura sistematica (= E – A)	-40
G) Scostamento di natura non sistematica (= C – F)	+10

3.2.4. Uno scostamento di natura sistematica rilevante, richiede una verifica di appropriatezza del coefficiente beta. Normalmente scostamenti rilevanti di natura sistematica si accompagnano ad un aumento dei coefficienti beta calcolati su orizzonti temporali più ravvicinati. Ad esempio:

Coefficiente beta calcolato su rendimenti mensili degli ultimi 5 anni (60 osservazioni) 1,10 ( $R^2= 30\%$ )

Coefficiente beta calcolato su rendimenti settimanali degli ultimi 3 anni (156 osservazioni) 1,08 ( $R^2= 33\%$ )

Coefficiente beta calcolato su rendimenti giornalieri dell'ultimo anno (250 osservazioni) 1,35 ( $R^2= 30\%$ )

Nonostante l' $R^2$  del coefficiente beta calcolato sui rendimenti settimanali degli ultimi tre anni sia leggermente superiore, in presenza di rilevanti scostamenti fra *budget* e *actual* di natura sistematica sarebbe opportuno nello specifico caso considerare il coefficiente beta calcolato sui rendimenti giornalieri.

3.2.5. In presenza di scostamenti di natura non sistematica di segno positivo (con riguardo al budget dell'esercizio precedente) e di segno positivo o negativo rispetto al/i piano/i precedente/i, si può ritenere che il processo di formulazione dei piani conduca il management ad esprimere flussi medio-rappresentativi. In assenza di fatti e circostanze che possano far ritenere questa relazione non più valida per il nuovo budget/piano, i flussi di previsione possono essere assunti come medio-rappresentativi.

3.2.6. In presenza di scostamenti più contenuti fra dati *actual* e previsioni di consenso degli analisti (formulate alla data del precedente budget) rispetto agli scostamenti fra dati *actual* e budget, ricorrono le circostanze per attribuire maggiore peso alle previsioni degli analisti stessi.

### 3.3. Indicazioni operative

3.3.1. Gli scostamenti fra budget/piani e dati di consuntivo forniscono una base di valutazione della ragionevolezza del piano formulato dal management. Il nuovo piano incorpora tutti gli scostamenti di natura non transitoria.

3.3.2. In presenza di scostamenti (negativi) contenuti di natura sistematica e di scostamenti positivi di natura non sistematica rispetto al budget e negativi e positivi sempre di natura non sistematica rispetto al piano si può ritenere che nessuna rettifica sia necessaria al coefficiente beta ed ai flussi di piano ai fini di *impairment test*.

3.3.3. In presenza di scostamenti (negativi) rilevanti di natura sistematica è opportuno rivedere i criteri di stima del coefficiente beta (ad esempio accorciando l'orizzonte temporale di riferimento: rendimenti giornalieri calcolati sull'ultimo anno, piuttosto che rendimenti mensili su orizzonti a cinque anni).

3.3.4. In presenza di scostamenti (negativi) rilevanti di natura non sistematica è opportuno verificare la eventuale migliore capacità previsiva degli analisti di mercato finanziario (se la società dispone di adeguata copertura) oppure procedere ad un'analisi multi scenario o ad una rettifica in aumento del tasso di attualizzazione per considerare il rischio di non realizzazione del piano<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> IAS36.B64. "(...) nell'elaborare le ipotesi su cui si basano le previsioni di flussi finanziari, la direzione aziendale dovrebbe tener presente, e se opportuno apportare le modifiche necessarie, le effettive performance passate dell'entità o delle evidenze storiche relative a costanti sovrastime o sottostime delle previsioni dei flussi finanziari da parte della direzione aziendale.

## 4. Performance storiche e variabili rilevanti

### 4.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

4.1.1. In un contesto di crisi le performance storiche possono essere una base meno affidabile per giudicare la ragionevolezza di un piano. La crisi – finanziaria e reale – costituisce infatti una discontinuità che rende più complesso prevedere le performance prospettive delle imprese.

4.1.2. Uno dei tratti caratteristici dei contesti di crisi è il contemporaneo manifestarsi di effetti negativi su più fronti: maggiori scostamenti negativi fra dati di budget e dati *actual*, difficoltà di prevedere oltre il breve termine, incremento dei premi per il rischio richiesti dagli investitori, riduzione delle prospettive di crescita oltre il breve termine. L'incertezza si riflette sugli input dei modelli fondati sui flussi attesi, che vanno adeguati per incorporare il maggiore rischio che la crisi comporta. Gli adeguamenti possono assumere la forma: (1) di una maggiore prudenza nella formulazione dei piani; (2) di un accorciamento dell'orizzonte di previsione; (3) di un aumento dei premi per il rischio nei tassi; (4) di una riduzione del saggio di crescita degli utili oltre l'orizzonte di previsione.

4.1.3. In questo contesto è facile compiere errori di *double counting*, per effetto di una correzione in senso restrittivo di tutti gli input contemporaneamente, mettendo in conto più volte la stessa fonte di rischio, attraverso un processo auto-rafforzantesi del tipo: il management formula previsioni molto conservative, con flessioni consistenti dei risultati attesi rispetto a quelli dell'anno precedente; gli analisti di mercato finanziario concentrano la propria attenzione sui rischi di *execution* del budget/piano e correggono al ribasso le stime del management e i saggi di crescita a lungo termine; gli investitori, rilevando una revisione al ribasso dei flussi di risultato attesi (da parte sia del management sia degli analisti) superiori alle attese elevano i premi per il rischio richiesti sull'investimento; l'aumento dei premi per il rischio comporta una flessione di prezzo delle azioni; gli analisti a loro volta rivedono al ribasso i *target price* aumentando i tassi di attualizzazione; il management in sede di *impairment test* si trova a dover sommare le "prudenze" di tutti gli attori precedenti. E' evidente il rischio di un effetto "valanga" sugli *impairment test*, dovuto al cumularsi di aggiustamenti per il rischio ragionevoli ed adeguati quando considerati singolarmente, ma che considerati complessivamente generano invece veri e propri errori di *double counting*.

4.1.4. Per evitare errori di *double counting* occorre aver ben presente la finalità dell' *impairment test* in un contesto di crisi. L'*impairment test* finisce con il misurare il deterioramento in termini di capacità di reddito che l'impresa ha subito per effetto della crisi. Ciò significa che l'*impairment test* rappresenta una sorta di *due diligence* della capacità competitiva dell'azienda e di "tenuta" dei presupposti su cui si fonda la strategia aziendale di recupero del capitale investito. In breve l'*impairment test* dovrebbe essere in grado di scomporre la componente transitoria di variazione negativa dell'utile dalla componente di variazione permanente. Se la variazione negativa dell'utile registrata nel periodo più recente fosse da giudicarsi per intero permanente, tale effetto dovrebbe tradursi oltre che in minori risultati attesi nel periodo di previsione eslicita anche nella riduzione del reddito normale assunto a riferimento nella stima del valore terminale. Se viceversa la variazione negativa dell'utile fosse da giudicarsi transitoria, il reddito normale assunto a riferimento nella stima del valore terminale dovrebbe esprimere la "tenuta" della capacità di reddito aziendale oltre il periodo di crisi..

### 4.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

4.2.1. La verifica di *impairment* prima di essere legata alle previsioni di dinamica congiunturale trova fondamento in un'analisi di tipo strutturale della "capacità" di reddito dell'impresa. Tale analisi si fonda

innanzitutto sulla verifica dei c.d. *value driver*: ovvero le fonti di generazione di reddito permanente dell'impresa stessa. I *value driver* sono generati da quei beni intangibili di cui l'impresa dispone e che possono ragionevolmente essere in grado di ripristinare una capacità di reddito normale in un regime post-crisi (il c.d. reddito ripristinabile a regime). Laddove l'analisi mostri che la crisi ha inciso negativamente sui *value driver* dell'impresa (indebolendoli) è opportuno riflettere tale condizione nel reddito normalizzato da utilizzare ai fini di *impairment test*.

4.2.2. Naturalmente il valore recuperabile dell'entità non è funzione solo della capacità di reddito normale in un regime post-crisi ma anche:

- del livello di investimenti necessari per ristabilire la capacità di reddito medio-normale;
- del tempo a tal fine necessario;
- del reddito atteso lungo l'orizzonte temporale di piano;
- dei rischi relativi.

#### 4.3. Indicazioni operative

4.3.1. Ai fini dell'*impairment test* è opportuno, laddove ne ricorrano le condizioni, riflettere nel valore terminale il ripristino di condizioni di normalità nella capacità di reddito di lungo periodo dell'entità. Ripristino che deve considerare le condizioni correnti del business e quindi che non deve incorporare gli effetti di ristrutturazioni nelle quali l'entità non è ancora impegnata. Naturalmente ciò presuppone un'analisi attenta dei *value driver* e della loro "tenuta" in periodo di crisi.

4.3.2. Il reddito ripristinabile a regime non necessariamente coincide con il reddito dell'ultimo anno di previsione esplicita. In tutti quei casi in cui non vi sia questa coincidenza è opportuno procedere ad una normalizzazione del reddito ai fini della stima del valore terminale sulla base di parametri e di riscontri ricavati dalla storia della società, in una prospettiva adeguatamente estesa da poter consentire di stimare un risultato medio-normale, dopo aver corretto tali risultati di eventuali effetti di trend che la crisi può anche aver accelerato<sup>51</sup>.

4.3.3. In questo senso la perdita di valore recuperabile indotta dalla crisi dovrebbe essere funzione: (a) degli effettive la crisi ha generato sui *value driver* aziendali rendendo strutturale il gap fra reddito corrente e reddito normale ripristinabile a regime ; (b) del tempo necessario a recuperare il gap (e del costo del tempo) ; (c) degli investimenti necessari a recuperare il gap; (d) dei rischi relativi.

---

<sup>51</sup> International Valuation Standards 2001: Valuations for Financial reporting: IVS 300.G47. "The expected cash flows have to be tested for reasonableness by ensuring that the assumptions on which the entity's projections are based are consistent with past actual outcomes, provided the effects of subsequent events or circumstances that did not exist when those actual cash flows were generated make this appropriate. Cash flows are estimated for the asset in its current condition and therefore the expected cash flows should not reflect any increase due to any restructuring or reconditioning of the asset to which the entity is not currently committed"

## 5.Sostenibilità dei piani e analisi della variabilità

### 5.1.Problematicità emerse a seguito della crisi

5.1.1. La capacità dell'impresa di recuperare una capacità di reddito normale presuppone una analisi di sostenibilità dei piani. Con il termine sostenibilità si fa riferimento a quanto riportato nello IAS 36.IN7 secondo cui: *"il presente principio mantiene ...la disposizione sulle proiezioni dei flussi finanziari utilizzate per misurare il valore in uso che devono essere fondate su presupposti ragionevoli e sostenibili in grado di rappresentare la migliore stima effettuabile da parte della direzione aziendale (...)"*(sottolineato aggiunto). I piani possono essere giudicati dall'esperto di valutazione:

- (a) insostenibili operativamente;
- (b) insostenibili finanziariamente;
- (c) sostenibili sia operativamente che finanziariamente.

Qualunque giudizio formuli, l'esperto è comunque chiamato ad effettuare scelte valutative coerenti con il disposto dello IAS 36.

5.1.2. I piani sono da giudicarsi insostenibili operativamente quando il contesto di crisi ha messo in evidenza la insostenibilità del modello di business o dei vantaggi competitivi della CGU o del gruppo di CGU cui è allocato avviamento. In questi casi mancando le basi ragionevoli per formulare un piano sostenibile *stand alone* della CGU o delle CGU oggetto di valutazione, su cui basare la stima del valore d'uso<sup>52</sup>, la scelta del valutatore potrebbe consistere nel calcolare il *fair value*, in quanto la stima del valore d'uso è troppo incerta. Ai fini del calcolo del *fair value* l'esperto è chiamato ad attenersi al disposto dell'IFRS 13 (*Fair Value Measurements*), secondo il quale il *fair value* può essere stimato sulla base dei criteri del costo, del reddito e di mercato.

5.1.3. Il *fair value* esprime il prezzo di cessione del business alla data di misurazione in una ipotetica ordinata transazione nei confronti di ipotetici partecipanti al mercato<sup>53</sup> in grado di garantire alla CGU (o al gruppo di CGU) l'*Highest and Best Use*<sup>54</sup> (HBU). L'IFRS 13 chiarisce che ai fini della stima del *fair value* è possibile fare ricorso a tre diversi approcci valutativi: mercato, costo e reddito<sup>55</sup>. Nello stimare il *fair value* di una CGU o di un gruppo di CGU per le quali il modello di business o la scala del business non sono più in grado di garantire l'HBU è possibile considerare – sempre adottando la prospettiva dei partecipanti al

---

<sup>52</sup> International Valuation Standards 2011: IVS 300.G44: "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".

<sup>53</sup> IFRS 13.22. "An entity shall measure the fair value of an asset or a liability using the assumptions that market participants would use when pricing the asset or liability, assuming that market participants act in their economic best interest".

<sup>54</sup> IFRS 13.28. "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, as follows:

- (a) A use that is physically possible takes into account the physical characteristics of the asset that market participants would take into account when pricing the asset (eg. Location or size of a property);
- (b) A use that is legally permissible takes into account any legal restrictions on the use of the asset that market participants would take into account when pricing the asset (eg the zoning regulations applicable to a property);
- (c) A use that is financially feasible takes into account whether a use of the asset that is physically possible and legally permissible generates adequate income or cash flows (taking into account the costs of converting the asset to that use) to produce an investment return that market participants would require from an investment in that asset put to that use".

IFRS 13.29. "Highest and best use is determined from the perspective of market participants, even if the entity intends a different use. However, an entity's current use of a non financial asset is presumed to be its highest and best use unless market or other factors suggest that a different use by market participants would maximize the value of the asset".

<sup>55</sup> IFRS 13.62. "The objective of using a valuation technique is to estimate the price at which an orderly transaction to sell the asset or to transfer the liability would take place between market participants at the measurement date under current market conditions. Three widely used valuation techniques are the market approach, the cost approach and the income approach. (...) An entity shall use valuation techniques consistent with one or more of those approaches to measure fair value".

mercato – le ristrutturazioni necessarie a ristorare una adeguata capacità di reddito e/o l'uso della CGU o del gruppo di CGU non più su base stand-alone, ma unitamente ad altre attività.

5.1.4. I piani sono insostenibili finanziariamente quando ad esempio l'entità si caratterizza per un eccesso di indebitamento e il piano aziendale non è in grado di generare i flussi di cassa necessari a far fronte al servizio del debito, in assenza di nuovi apporti di capitale di cui non è individuata la fonte, oppure quando il piano stima livelli di perdite nei futuri esercizi che richiedono ricapitalizzazioni che eccedono la capacità del soggetto che detiene il controllo di farvi fronte. Di fronte a casi come questi anche qualora l'entità producesse un piano che prevedesse futuri aumenti di capitale di cui non vi fossero alla data di misurazione del valore recuperabile evidenze ragionevoli della loro realizzabilità, mancherebbero i presupposti per la stima del valore d'uso, pur sussistendo le condizioni per la continuità aziendale. In questi casi la configurazione di valore che si consiglia di utilizzare è rappresentata dal *fair value*. Nella stima del *fair value* è possibile adottare un approccio reddituale, purché si adotti la prospettiva del partecipante al mercato. Il *fair value* esprime il prezzo di cessione in una transazione ordinata sul mercato (e quindi non considera l'eventuale minore poter contrattuale di un'entità obbligata a vendere), tuttavia considera nel costo del capitale un premio per il rischio di illiquidità quando ne ricorrano le condizioni (ovvero quando la realizzazione dell'HBU della CGU o del gruppo di CGU presuppone un assorbimento di cassa e non invece una generazione di un flusso positivo di cassa quantomeno nei primi anni).

5.1.5. Laddove invece il piano è sostenibile (sia operativamente che finanziariamente) è opportuno individuare gli effetti sulla stima del valore recuperabile di ragionevoli *assumption* alternative rispetto a quelle considerati nei flussi utilizzati ai fini di *impairment test*. L'analisi deve riguardare le *assumption* più significative. Naturalmente ai fini della stima degli effetti complessivi è opportuno considerare gli effetti di correlazione fra le variabili rilevanti. In questo senso è più appropriato definire questa analisi come "analisi di variabilità" e non invece "analisi di sensitività"<sup>56</sup>.

## 5.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

5.2.1. La sostenibilità operativa di un piano deve essere valutata innanzitutto relativamente alla capacità di reddito *stand-alone* delle CGU o del gruppo di CGU cui è allocato avviamento. Se non esiste questa prospettiva è opportuno stimare il *fair value* della CGU o del gruppo di CGU adottando la prospettiva del partecipante al mercato. In tale prospettiva, il partecipante al mercato per garantire l'HBU della CGU o del gruppo di CGU:

(a) potrebbe combinarla con altre attività (cc.dd. attività complementari): in questo caso il *fair value* esprime il prezzo che sarebbe riconosciuto da un partecipante al mercato che già disponesse delle attività complementari necessarie a garantire un migliore sfruttamento della CGU stessa<sup>57</sup>;

b) potrebbero ristrutturarla o espanderla: in questo caso il *fair value* deve esprimere il prezzo che sarebbe riconosciuto da un partecipante al mercato tenuto conto dei benefici netti che sarebbe in grado di ottenere dalla ristrutturazione aziendale o da futuri investimenti di espansione<sup>58</sup>.

<sup>56</sup> Normalmente con il termine "analisi di sensitività" si fa riferimento alla analisi degli effetti indotti da una variazione di un input mantenendo costanti tutti gli altri. Prescindendo dunque da un'analisi di correlazione.

<sup>57</sup> IFRS 13.31 "(...)

(i) *If the highest and best use of the asset is to use the asset in combination with other assets or with other assets and liabilities, the fair value of the asset is the price that would be received in a current transaction to sell the asset assuming that the asset would be used with other assets or with other assets and liabilities and those assets and liabilities (ie complementary assets and the associated liabilities) would be available to market participants"*

<sup>58</sup> IAS 36.BC69: "(...)

5.2.2. La sostenibilità finanziaria di un piano non coincide con la esistenza delle condizioni di continuità aziendale. Ciò in quanto il piano può avere una durata molto più protratta rispetto alla prospettiva adottata per la valutazione della sussistenza delle condizioni di continuità aziendale. Dunque un piano può essere insostenibile finanziariamente pur in condizioni di continuità aziendale. In caso di insostenibilità finanziaria del piano non è possibile far riferimento al valore d'uso. E' opportuno riferirsi al *fair value*. Poiché l'*impairment test* (con la sola eccezione delle istituzioni finanziarie) è effettuato su base *asset side*, la stima del *fair value* prescinde dalla effettiva struttura finanziaria dell'entità. Tuttavia occorre considerare nel tasso di sconto il premio per il maggiore premio rischio che verrebbe richiesto da parte di partecipanti al mercato nel caso di attività in grado di generare perdite certe negli anni più ravvicinati in cambio di risultati positivi in tempi più lontani.

5.2.3. Un rifinanziamento programmato delle attività dell'entità e/o della CGU (o del gruppo di CGU) di per sé non costituisce causa di insostenibilità finanziaria del piano. Tuttavia il rifinanziamento costituisce una *significant e sensitive assumption* di cui è opportuno fornire opportuna *disclosure*, se la variazione delle condizioni di rifinanziamento può influenzare significativamente i risultati prospettici dell'entità<sup>59</sup>.

5.2.4. L'analisi della variabilità del piano è particolarmente importante quando il valore recuperabile della CGU risulta vicino al valore contabile di riferimento (primo livello di *impairment*) e/o il valore recuperabile dell'entità nel suo complesso (secondo livello di *impairment test*) risulta molto vicino al valore contabile del patrimonio netto (reso omogeneo<sup>60</sup>). Obiettivo di questa analisi consiste nel fornire una indicazione di quanto ammonterebbe l'*impairment loss* al verificarsi di *assumption* ragionevolmente alternative rispetto a quelli utilizzati ai fini di *impairment test*.

### 5.3. Indicazioni operative

5.3.1. La verifica della sostenibilità operativa del piano in un contesto di crisi deve riguardare la sostenibilità del *business model* e dei vantaggi competitivi. Comunque l'esperto di valutazione è chiamato a formulare considerazioni solo a fine di individuare le scelte valutative più corrette, quali ad esempio l'adozione di un'analisi multi scenari, la rettifica del tasso di sconto per considerare i rischi specifici del piano. In taluni casi l'esperto può giungere alla conclusione che non sia possibile esprimere una misura affidabile di valore d'uso e può quindi riferirsi nella stima del valore recuperabile all'altra configurazione di valore consentita dallo IAS 36 per rappresentare il valore recuperabile e costituita dal *fair value* (al netto dei costi di vendita). La stima del *fair value* è disciplinata dall'IFRS 13. Normalmente questa situazione riguarda CGU in una fase particolare del loro ciclo di vita (di recente costituzione o in fase di riposizionamento competitivo) o CGU operanti in settori che hanno registrato significative contrazioni di domanda o CGU più esposte alle reazioni competitive dei *competitors* di maggiori dimensioni (tipicamente CGU che possono essere considerate *price-taker* nei rispettivi mercati). In linea generale queste condizioni riguardano settori nei quali è possibile prefigurare o è già in atto una concentrazione di offerta o una guerra di prezzo o politiche di maggiore

---

(d) Se il *fair value* dell'unità meno i costi di vendita dovessero essere stimati diversamente (rispetto al prezzo di una transazione recente, n.d.r.), ciò rifletterebbe anche la valutazione di mercato dei benefici netti attesi che un qualsiasi acquirente sarebbe in grado di ottenere dalla ristrutturazione aziendale dell'unità o dalla spesa per un futuro investimento sull'unità".

<sup>59</sup> AICPA Guide. Prospective Financial Information: "8.25. Particularly sensitive assumptions are those assumptions having a relatively high probability of variation that would materially affect the financial forecast. The impact on the financial forecast might result from either (a) an assumption with a relatively high probability of a sizable variation or (b) an assumption for which the probability of a sizable variation is not as high but for which a small variation would have a large impact. Not all significant assumptions are particularly sensitive. For example, an assumption regarding the federal income tax rate may be significant but not particularly sensitivity, whereas the assumption about the interest rate of a new debt issue may be both significant and particularly sensitive. (...)"

<sup>60</sup> Considerato il grossing up del goodwill di bilancio, per esprimere il goodwill di pertinenza delle minoranze implicito nel valore recuperabile dell'entità nel suo complesso.

selezione da parte della domanda. L'insostenibilità del piano va valutata alla luce delle migliori evidenze esterne in merito alle prospettive del settore e delle performance storicamente realizzate dalla CGU.

5.3.2. La verifica della sostenibilità finanziaria del piano in un contesto di crisi deve riguardare le concrete possibilità di approvvigionamento di fonti finanziarie in grado di sostenere il rifinanziamento delle attività sia a titolo di debito sia a titolo di mezzi propri. Un piano può apparire finanziariamente sostenibile solo perché sono sottostimati gli investimenti necessari alla sua realizzazione o sono sovrastimati i margini attesi dall'attività corrente. L'analisi della sostenibilità finanziaria del piano richiede un giudizio sulla accuratezza delle *assumptions* relativi a margini e investimenti operativi.

5.3.3. L'analisi di variabilità del piano riguarda quelle *assumption* alternative che non sono ritenuti espressive di condizioni medie-attese, ma che tuttavia sono ragionevoli. Si tratta delle *assumption* che possono essere definiti "*sensitive*" (sensibili) o "*significant*" (significativi). Ovvero:

(a) *assumption* per le quali è ragionevole attendersi una variazione che può influenzare significativamente i risultati delle stime (*sensitive assumption*);

(b) *assumption* relative a condizioni future che si attende saranno significativamente diverse da quelle correnti e per le quali non esiste una ragionevole possibilità di predefinirle (*significant assumption*).

## 6. Continuità e discontinuità rispetto al precedente *impairment test*

### 6.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

6.1.1. La crisi può aver dettato esigenze di riorganizzazione delle CGU nel corso dell'ultimo esercizio con conseguente riallocazione del *goodwill*. Questa circostanza fa sì che le CGU alla data dell'*impairment test* assumano una configurazione diversa rispetto a quella dell'*impairment test* precedente.

6.1.2. La riorganizzazione di CGU può essere di per sé un fattore di presunzione di *impairment*. Ne vanno quindi comprese le ragioni economiche. Normalmente tali ragioni risiedono in sinergie di ricavo o di costo.

6.1.3. L'*impairment test* si riferisce alla situazione delle CGU alla data di riferimento dell'*impairment test*, nelle loro condizioni correnti. Se il piano aziendale prevede una futura riorganizzazione delle CGU, di tale nuova riorganizzazione non si può tenere conto ed occorre rendere omogenea la "vista" del piano con quella delle CGU alla data di riferimento dell'*impairment test*. Se invece la riorganizzazione ha avuto luogo alla fine dell'esercizio/inizio del nuovo esercizio (ad esempio: 31 dicembre/1 gennaio) ed il nuovo piano ha una vista coerente con la nuova organizzazione occorre ad effettuare l'*impairment test* nella nuova prospettiva, anche qualora il bilancio cui si riferisce l'*impairment test* mantenga la precedente vista di segmenti operativi e di CGU.

6.1.4. La condizione di crisi può richiedere una modifica delle modalità con cui viene stimato il valore d'uso delle CGU (*impairment test* di primo livello) e dell'entità nel suo insieme. Le modifiche possono riguardare:

- a) le modalità di stima dei flussi attesi nel periodo di previsione esplicita (ad esempio sulla base di un'analisi multi scenario);
- b) le modalità di normalizzazione dei risultati attesi ai fini della stima del valore terminale (ad esempio non più sulla base del flusso dell'ultimo anno di previsione esplicita);
- c) l'orizzonte di previsione esplicita (ad esempio sulla base di un accorciamento del periodo di previsione esplicita);
- d) gli algoritmi di calcolo (ad esempio sulla base di un DCF anziché di un criterio reddituale);
- e) le modalità di stima del costo del capitale (ad esempio orizzonte di stima del coefficiente beta).

### 6.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

6.2.1. La modifica delle modalità con cui è stimato il valore d'uso trova un adeguato supporto nelle evidenze di fonte esterna o interna intervenute dall'ultimo *impairment test*. Ad esempio l'adozione di un criterio fondato sugli *Embedded Value Earnings* nella stima del valore recuperabile di una compagnia assicurativa vita rispetto all'uso del *Dividend Discount Model* può essere giustificato sulla base di una o più delle seguenti ragioni (elenco non esaustivo):

- una diversa politica dei dividendi delle controllate;
- una politica di gestione più incentrata sulla generazione di *New Business Value*;
- una maggiore attenzione da parte degli analisti di mercato finanziario agli *Embedded Value earnings*;

- l'uso della diversa metodologia ai fini di *impairment test* da parte di altre entità.

Tendenzialmente le modifiche delle modalità con cui è stimato il valore d'uso, non dovrebbero modificare significativamente il risultato della stima. Se ciò avviene occorre identificare la ragione. Una ragione può essere rinvenuta nel fatto che il metodo precedentemente utilizzato fosse eccessivamente prudente e che tale prudenza consentisse comunque di stimare un valore recuperabile superiore al valore contabile<sup>61</sup>. Poiché il risultato dell'*impairment test* non deve essere influenzato dal pessimismo o dall'ottimismo del management e neppure da sottostime o sovrastime del valore recuperabile, al ridursi della differenza fra valore recuperabile e valore contabile è opportuno adottare il metodo di stima ritenuto in "buona fede" più ragionevole (in quanto più documentabile, accurato e diligentemente applicato).

### 6.3. Indicazioni operative

6.3.1. La riallocazione del *goodwill* deve fondarsi ai sensi dello IAS 36.87 su una riorganizzazione del sistema informativo che modifichi la composizione di una o più CGU dell'entità. Quando la riorganizzazione assume la forma di aggregazione di più CGU l'esperto di valutazione è chiamato ad una particolare attenzione. Infatti il disposto dello IAS 36.87 prevede che la allocazione sia realizzata seguendo un criterio del valore simile a quello utilizzato quando una entità dismette un'unità generatrice di flussi finanziari. Dunque è consigliabile che l'esperto valuti singolarmente le due o più CGU che vengono aggregate fra loro. Poiché tuttavia la riorganizzazione è spesso indotta dalla possibilità di realizzare concrete sinergie di costo e/o di ricavo, di tali vantaggi può essere opportuno eventualmente tenere conto. A supporto di tale analisi vanno considerate anche :

- la presenza di evidenze esterne significative;
- la pervasività della riorganizzazione.

Ad esempio una entità strutturata per linee di prodotto, può assumere una nuova organizzazione per mercati quando tale riorganizzazione ricalca modelli in uso da parte di altri concorrenti. In alcuni casi la riorganizzazione può essere limitata a poche CGU (in quanto riguarda sinergie realizzabili per complementarità di due sole CGU). La presenza di sinergie (di scala e/o di scopo)e/o di vantaggi organizzativi normalmente costituisce il rationale economico della ristrutturazione.

6.3.2. La coerenza nel tempo della metodologia usata nella stima del valore d'uso assume particolare rilevanza per quelle CGU (o per quelle entità) relativamente alle quali il valore recuperabile era nel passato molto vicino al valore recuperabile. In questi casi la modifica di metodologia deve trovare fondamento in una dimostrata maggiore accuratezza della valutazione. E' opportuno comunque comunicare il risultato che si sarebbe raggiunto in continuità di metodo, ad eccezione dei casi in cui tale applicazione non è più possibile (ad esempio l'entità non formula più piani ad orizzonte a cinque anni, ma si limita a piani a tre anni).

---

<sup>61</sup> Si consideri il caso di una entità che, pur operando in un settore in crescita, nell'ultimo *impairment test* ha utilizzato come metodo di stima del valore recuperabile la capitalizzazione in perpetuo dell'utile dell'ultimo esercizio. La società sulla base di una analisi costi benefici ha ritenuto opportuno far uso di un flusso di risultato possibile (facilmente disponibile), ma non del risultato medio atteso in quanto tale risultato avrebbe richiesto costi tempi e eccessivi. Avendo assunto come base per l'*impairment test* un flusso di risultato prudente, qualunque altra tecnica di stima del valore recuperabile avrebbe condotto allo stesso risultato, in quanto avrebbe portato a stimare un valore d'uso più elevato. A seguito della crisi e del risultato conseguito nell'ultimo esercizio l'adozione della stessa metodologia di *impairment test* porterebbe a rilevare una *impairment loss*. L'entità di conseguenza decide che è appropriato effettuare una misurazione più accurata del valore d'uso e utilizza una metodologia diversa alla precedente fondata sulla attualizzazione dei flussi medi attesi. Tale metodologia non evidenzia *impairment loss*. L'entità dà disclosure del cambio di metodologia e delle ragioni delle modifiche intervenute. Inoltre l'entità comunica l'ammontare dell'*impairment loss* che avrebbe registrato in continuità di metodo.

## **ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO**

### **7. Impairment test di primo e di secondo livello**

#### **7.1. Problematicità emerse a seguito della crisi**

7.1.1. Le attività gestite centralmente (*corporate asset*) sono tutti quei beni o complessi di beni che non generano flussi finanziari in entrata indipendentemente dalle altre attività o da altri gruppi di attività ed il cui valore contabile non può essere integralmente attribuito all'unità generatrice di valore (*cash generating unit*) oggetto di *impairment test*. Poiché tali beni non generano distinti flussi finanziari in entrata, il valore recuperabile di ciascuno di essi non può essere determinato se non nel caso in cui la direzione aziendale abbia deciso di dismetterlo. Di conseguenza, se vi è un'indicazione che un *corporate asset* possa avere subito una riduzione durevole di valore, l'impresa deve svolgere un *impairment test* con riferimento all'insieme di unità generatrici di valore cui il *corporate asset* pertiene.

7.1.2. Nell'effettuare l'*impairment test*, l'impresa deve identificare tutti i *corporate asset* relativi alla *cash generating unit* oggetto del test.

Se una parte del valore contabile di un'attività gestita centralmente:

- può essere allocata secondo un criterio ragionevole e coerente a tale unità, l'impresa deve confrontare il valore contabile dell'unità, inclusa la parte del valore contabile dell'attività gestita centralmente allocata all'unità, con il relativo valore recuperabile. Qualunque perdita per riduzione durevole di valore deve essere rilevata;
- non può essere allocata secondo un criterio ragionevole e coerente a tale unità, l'impresa deve:
  1. confrontare il valore contabile dell'unità, esclusa l'attività gestita centralmente, con il suo valore recuperabile e rilevare qualunque perdita per riduzione durevole di valore;
  2. identificare il più piccolo gruppo di unità generatrici di flussi finanziari che includa l'unità generatrice di flussi finanziari in questione e a cui una parte del valore contabile dell'attività gestita centralmente può essere allocata secondo un criterio ragionevole e coerente; e
  3. confrontare il valore contabile di tale gruppo di unità generatrici di flussi finanziari ivi inclusa la parte del valore contabile dell'attività gestita centralmente allocata a tale gruppo di unità con il valore recuperabile del gruppo di unità. Qualunque perdita per riduzione durevole di valore deve essere rilevata.

7.1.3. Si sono osservate casistiche in cui, in sede di predisposizione del test di *impairment*, a fronte di un'allocazione parziale o nulla di *corporate asset* e/o *corporate cost* alle *cash generating unit* costituenti l'impresa, non è stato predisposto il c.d. *impairment* di secondo livello, ossia il confronto tra il valore contabile ed il valore recuperabile dell'impresa considerata nella sua interezza. Questa circostanza può essere ritenuta ragionevole solo quando esistono indicatori esterni che fanno ritenere recuperabile il valore dell'entità nel suo complesso, quale ad esempio una capitalizzazione di borsa superiore al patrimonio netto contabile di riferimento.

#### **7.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche**

7.2.1.1 *corporate asset* (es. l'immobile adibito a sede sociale) ed i *corporate cost* (es. i costi di direzione aziendale) possono infatti assumere dimensioni rilevanti.

Nell'applicare il principio, occorre quindi procedere ad una analisi dettagliata di tutti i *corporate asset e corporate cost*, tenendo anche in considerazione che per questi ultimi il *carrying amount* è normalmente di importo nullo, pur a fronte di un possibile impatto rilevante sui flussi di cassa dell'impresa considerata nel suo complesso.

7.2.2. Nel caso in cui la capitalizzazione di borsa sia inferiore al patrimonio netto di gruppo vi è presunzione di *impairment* e tale presunzione è opportuno che sia verificata attraverso un *impairment test* di secondo livello anche se tutti i *corporate assets* e tutti i costi sono allocati alle CGU.

### 7.3. Indicazioni operative .

7.3. In un contesto di crisi l'*impairment test* effettuato solamente a primo livello non è di per sé sufficiente a soddisfare la verifica di ragionevolezza della recuperabilità dell'avviamento nel caso in cui sussistano evidenze esterne (ad esempio la capitalizzazione di borsa inferiore al patrimonio netto di riferimento) e si sottolinea in questa sede l'opportunità di effettuare un *impairment test* di secondo livello, anche nel caso di attribuzione di tutti i costi *corporate* strumentali per l'intera impresa o per una o più sezioni di essa alle *cash generating unit*, al fine di compiere - tramite un'analisi più completa - una verifica di ragionevolezza dei risultati ottenuti.

7.4. Ai fini dell'*impairment test* di secondo livello la *unit of account* è l'entità nel suo insieme e quindi la recuperabilità del patrimonio netto deve esser compiuta mettendo a confronto il valore contabile (figurativo complessivo) di gruppo con il valore recuperabile complessivo. E' opportuno considerare anche eventuali *surplus asset* rispetto al *core business* (partecipazioni di collegamento, altre partecipazioni, immobili non funzionali, etc.). Il valore recuperabile complessivo può essere ottenuto per somma di parti (ad esempio quando vi sono CGU che operano in valuta estera, quando vi sono partecipazioni azionarie di collegamento e non di collegamento valutate separatamente, quando vi sono unità di business in perdita nell'orizzonte di piano per le quali la stima del valore recuperabile si è fondata sul *fair value*) .

## 8. Valutazioni *asset side* ed *equity side* e condizioni di carenza di liquidità

### 8.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

8.1.1. Ai fini della stima del valore recuperabile di una CGU o di un gruppo di CGU la prospettiva da adottare è normalmente *asset side*. Oggetto di valutazione è il capitale investito netto della CGU o del Gruppo di CGU. Tuttavia nell'ambito di taluni settori – ad esempio il settore finanziario (bancario ed assicurativo) – la prospettiva di valutazione più in uso è *equity side*. Oggetto di valutazione in questo caso è il patrimonio della CGU o del gruppo di CGU<sup>62</sup>. In linea di principio le valutazioni *asset side* ed *equity side* dovrebbero essere fra loro riconciliabili e dovrebbero condurre ai medesimi risultati.

8.1.2. Anche quando la prospettiva di valutazione è *asset side* può essere opportuno comunque adottare anche una prospettiva *equity side* o risalire al valore dell'*equity* della CGU al fine di testare la recuperabilità del valore contabile della partecipazione di controllo nel bilancio separato della controllante quando la CGU costituisce una *legal entity* autonoma. In linea generale il valutatore non dovrebbe limitarsi ai contenuti minimi obbligatori del test di *impairment* sanciti dallo IAS 36, ma estendere l'analisi alla ricerca di elementi di ragionevolezza e di conforto dei risultati raggiunti.

8.1.3. La crisi ha fatto emergere una crescente difficoltà di finanziamento delle imprese finanziarie e non finanziarie che si è tradotta in una o più delle seguenti circostanze:

- (a) una crescente difficoltà di reperire risorse finanziarie;
- (b) un aumento consistente del costo del debito;
- (c) esigenze di ricapitalizzazione;
- (d) maggiori fabbisogni di capitale circolante;
- (e) redditi netti più contenuti.

### 8.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

8.2.1. Qualunque approccio valutativo si adotti (*asset side* o *equity side*) è necessario riflettere nella valutazione le condizioni di illiquidità presenti alla data della valutazione. Lo IAS 36.30 lettera (e) prevede infatti che nella stima del valore d'uso debbano essere riflessi “ (...) fattori quali la mancanza di liquidità che coloro che partecipano al mercato rifletterebbero nei prezzi dei flussi finanziari futuri che l'entità si aspetta di ottenere dall'attività”.

8.2.2. Lo IAS 36.A1 chiarisce che gli “altri fattori, a volte non identificabili (quali la mancanza di liquidità), che gli operatori del mercato rifletterebbero nella misurazione dei flussi finanziari futuri che l'entità prevede di ottenere dall'attività” possono essere considerati sia nel tasso di sconto, secondo l'approccio “tradizionale”, sia in forma di rettifica dei flussi finanziari attesi, secondo l'approccio dei “flussi finanziari attesi”.

---

<sup>62</sup> Esula dall'obiettivo di questo discussion paper l'identificazione dei criteri per la corretta identificazione del patrimonio relativamente alle CGU o gruppi di CGU che non corrispondono a *legal entity*.

8.2.3. Le condizioni di carenza di liquidità possono indurre il management a formulare “*special assumption*”, cioè ipotesi relative a fatti e circostanze significativamente diversi da quelli esistenti alla data della valutazione (senza adeguato supporto) o che non sarebbero fatte dai partecipanti al mercato in un’ipotetica transazione. Le *special assumption* non dovrebbero ai sensi dell’IVS 300.6 essere riflessi nelle stime di valore a fini di bilancio.

### 8.3 Indicazioni operative

8.3.1. Le condizioni di carenza di liquidità indotte dalla crisi devono essere riflesse nella stima del valore recuperabile delle CGU, qualunque approccio valutativo si adotti (*asset side* o *equity side*).

8.3.2. Quando le condizioni di illiquidità non sono tali da compromettere la realizzabilità dei piani (quando cioè i piani – nonostante le condizioni di illiquidità previste – sono finanziariamente sostenibili) esse possono essere riflesse sia nei flussi prospettici sia nel tasso di sconto. Ciò significa ad esempio che :

(i) nelle valutazioni *asset side* le condizioni di carenza di liquidità possono manifestarsi in:

- (a) incremento di fabbisogno di capitale circolante;
- (b) riduzione dei flussi di cassa e di resito operativo;
- (c) incremento del costo del debito e del costo dei mezzi propri.

(ii) nelle valutazioni *equity side* le condizioni di carenza di liquidità possono manifestarsi in:

- (a) riduzione dei flussi di risultato netti;
- (b) esigenze di aumenti capitale
- (c) incremento del costo dei mezzi propri.

8.3.3. Quando invece le condizioni di carenza di liquidità sono tali da compromettere la realizzabilità dei piani viene meno la condizione per la stima del valore d’uso, in quanto “*i flussi finanziari utilizzati per misurare il valore d’uso devono essere fondate su presupposti ragionevoli e sostenibili<sup>63</sup>*” (sottolineato nostro).

8.3.4. Poiché il valore recuperabile corrisponde al maggiore fra il valore d’uso e il *fair value*, quando l’entità non è in grado di garantire un piano finanziariamente sostenibile della CGU o del gruppo di CGU cui è allocato l’avviamento è necessario fare riferimento al *fair value*. Il *fair value* (IFRS 13) è il prezzo che sarebbe realizzabile dalla cessione dell’attività in una transazione ordinata alla data di misurazione nel mercato principale. Il *fair value*:

- non deve quindi riflettere: l’eventuale esigenza di dismettere l’attività da parte dell’entità che deve effettuare l’*impairment test* (a meno che la CGU figuri fra le attività in via di dismissione e quindi sia esclusa dall’applicazione dello IAS 36);
- mentre deve considerare l’*Highest and Best Use* (HBU) che un partecipante al mercato potrebbe realizzare dall’uso di quella CGU o gruppo di CGU. I partecipanti al mercato non debbono essere nominativamente identificati.

---

<sup>63</sup> Il principio della sostenibilità è così rilevante che è ripreso addirittura fra i pilastri dello IAS 36, come ricordato nello IAS 36.IN7 da cui è tratta la citazione.

8.3.5. La stima del *fair value* non può che adottare in questi casi la prospettiva di un ipotetico partecipante ad un ipotetico mercato, assumendo così un elevato grado di astrazione. Naturalmente la stima del fair value può fondarsi – ai sensi dell’IFRS 13 – sui criteri del costo, del reddito e di mercato. Quando si fa uso del criterio del reddito si suggerisce di muovere comunque dal piano operativo formulato dal management e di procedere poi a rettificare il piano:

- (a) sterilizzando le *special assumption*<sup>64</sup> che possono caratterizzare il piano operativo del management, ma che i partecipanti al mercato non assumerebbero in quanto eccessivamente ambiziose;
- (b) inserendo gli oneri che un partecipante al mercato dovrebbe sostenere per garantire l’HBU della CGU;
- (c) inserendo le prudenze che le condizioni di carenza di liquidità suggeriscono in merito alla stima dei fabbisogni di cassa operativi dell’entità;
- (d) inserendo i benefici che un partecipante al mercato potrebbe trarre dall’uso della CGU o del gruppo di CGU unitamente ad altre attività.

Poiché i flussi prospettici così ricostruiti si caratterizzano per una elevata incertezza occorre comunque considerare nel tasso di attualizzazione un adeguato premio per il rischio.

---

<sup>64</sup> Confronta nota 2.

## 9. Calcolo del valore contabile

### 9.1 Problematicità emerse a seguito della crisi

9.1.1. In un contesto di crisi, le aziende registrano variazioni anomale dei saldi di circolante operativo, conseguenti all'allungamento dei tempi di pagamento e rotazione delle scorte, o al deterioramento della qualità dei crediti. Intraprendono inoltre azioni volte alla razionalizzazione del capitale impiegato tramite il cambiamento delle politiche di investimento e la destinazione di determinati attivi alla vendita. In taluni casi cambiano i criteri di identificazione dei perimetri inerenti le CGU. L'esperto di valutazione è chiamato a rispettare il principio di coerenza tra le modalità di determinazione del valore recuperabile e del valore contabile della CGU.

### 9.2 Presupposti logici per affrontare le problematiche

9.2.1. Il valore contabile delle CGU deve essere calcolato con modalità consistenti rispetto a quelle con le quali si determina il valore recuperabile: in altri termini si richiede coerenza completa tra saldi contabili di apertura e sviluppo dei flussi finanziari prospettici (o attribuzione dei valori di netto realizzo).

### 9.3 Indicazioni operative

9.3.1. Lo IAS 36.75 stabilisce che: *“Il valore contabile di un'unità generatrice di flussi finanziari deve essere determinato in maniera coerente con il criterio con cui è determinato il valore recuperabile dell'unità generatrice di flussi finanziari”*. Si ritiene che il dettato del principio contabile sia molto chiaro. Tuttavia a fini pratici si ritiene opportuno fornire le seguenti possibili indicazioni operative da intendersi come *best practices* valutative e non come dettato del principio contabile: :

- (a) apportare le necessarie normalizzazioni ai saldi di capitale circolante: per stimare correttamente l'investimento medio di periodo (nei casi in cui la stagionalità ha impatto sui saldi finali) e in prospettiva; per trattare effetti connessi a specifiche modalità di gestione operativa (es. decentramento delle scorte su entità appartenenti ad altre CGU); per trattare gli effetti connessi a specifiche posizioni di capitale circolante, ad. es. destinati al realizzo nel breve periodo;
- (b) identificare il valore contabile e controllare il valore recuperabile delle attività non strumentali o soggette alla vendita separatamente rispetto a quello che riguarda le attività in ipotesi d'uso;
- (c) considerare gli impatti di cessioni e di riorganizzazioni quando riguardano (oltre ad attività individuali) anche complessi di attività in uso sull'attribuzione dell'avviamento al valore contabile delle CGU residue. Quando le attività in vendita provengono da CGU inclusiva di avviamento, allocare e de-rilevare parte dell'avviamento con un approccio di valore relativo, i.e. in proporzione rispetto al valore complessivo della CGU di appartenenza;
- (d) sui perimetri complessi che si articolano su numerose CGU, o su CGU che aggregano le attività in modo trasversale rispetto alle entità legali, si suggerisce di riconciliare il valore degli attivi netti utilizzati per coerenza con i valori recuperabili con i saldi contabili totali dello stato patrimoniale di riferimento (consolidato o individuale);
- (e) in caso di cambiamenti inerenti il perimetro di attività ricomprese all'interno di una CGU tra un anno e l'altro: procedere all'analisi tenendo conto che il principale

parametro discriminante resta in ogni caso l'articolazione e l'indipendenza dei flussi finanziari sottostanti.

## **STIMA DEL VALORE RECUPERABILE SULLA BASE DEI FLUSSI DI RISULTATO ATTESI**

### **10.Flussi attesi**

#### 10.1.Problematicità emerse a seguito della crisi

10.1.1. I flussi di risultato attesi possono essere rappresentati da previsioni (*forecast*) che esprimono la migliore stima del management relativamente allo scenario futuro), da proiezioni (*projection*) che si fondano su *hypothetical assumption* ed eventualmente da un mix fra *hypothetical assumption* e *best estimate*) e da una combinazione di *forecast* e *projection* (ad esempio nel caso di un anno di previsione più cinque anni di proiezioni<sup>65</sup>).

La disponibilità di previsioni e/o proiezioni affidabili, in un contesto di crisi e di forte turbolenza, rappresenta una delle principali criticità nello svolgimento dell'attività di *Impairment*. In tale contesto, vi sono infatti delle oggettive difficoltà nella previsione dei flussi attesi, siano essi di natura reddituale che finanziaria e risulta particolarmente complesso valutare la ragionevolezza delle ipotesi sulle quali i flussi attesi si basano.

10.1.2. Di seguito si riporta un elenco non esaustivo delle possibili difficoltà relative alla valutazione della ragionevolezza dei piani:

- a. *L'attendibilità delle previsioni economiche di ricavi e di costi (sia per l'anno di budget che per gli anni successivi), alla luce delle mutate condizioni macroeconomiche e di settore.*

In particolare, la stima dei ricavi per il budget e per gli anni successivi, potrebbe non riflettere a pieno l'incertezza che ha caratterizza i mercati finanziari e reali con il conseguente rischio di considerare tassi di variazione che non scontano il peggioramento delle condizioni economiche e finanziarie. Contestualmente, le previsioni inerenti i costi operativi potrebbero non tenere in adeguata considerazione l'andamento fortemente volatile dei prezzi delle principali *commodities*, oltre che l'aumentata pressione finanziaria conseguente all'andamento dei tassi di interesse passivi.

- b. *L'attendibilità dei flussi finanziari, alla luce della crisi di liquidità che affligge il sistema bancario e l'economia nel suo complesso.*

Tale problematica si riferisce al possibile impatto sui flussi derivanti dalla gestione del capitale circolante netto (i.e. aumento involontario delle scorte di magazzino materie/prodotti, aumento dei giorni di incasso dei crediti commerciali) e del conseguente incremento della posizione finanziaria netta che può incidere sulla sostenibilità finanziaria delle previsioni.

- c. *La difficoltà di confermare ed eventualmente aggiornare il budget e di effettuare previsioni (economiche e finanziarie) per un orizzonte temporale superiore a 3 anni.*

Fatta eccezione per alcune imprese particolari (e.g. imprese che operano su commesse a lungo termine e che basano le proprie stime di budget su un portafoglio ordini garantito per il periodo di analisi o aziende operanti in regime concessorio o banche e compagnie di assicurazione), le previsioni di lungo termine, in un contesto di scenario così mutevole, presentano indubbi limiti. E' preferibile accorciare l'orizzonte temporale di previsione esplicita e normalizzare poi il risultato da

---

<sup>65</sup> ISAE 3400.3. "(...) Prospective financial information can be in the form of a forecasts, a projection or a combination of both, for example, a one year forecast plus a five year projections".

proiettare nel valore terminale, piuttosto che estendere le previsioni senza disporre di adeguate basi informative.

d. *La data di redazione e approvazione dei piani.*

Una possibile problematica è connessa alla data di redazione e approvazione dei piani sulla base dei quali è svolta l'analisi di *impairment*. In particolare, occorre verificare che le previsioni non siano superate dall'evoluzione più recente del contesto macroeconomico e di settore in cui l'impresa opera.

10.1.3. In aggiunta a quanto sopra esposto, è opportuno evidenziare che nei periodi di crisi le imprese, per fronteggiare cali della domanda o riduzione della redditività, pongono in essere azioni di riorganizzazione e/o ristrutturazione del proprio business (i.e. modifica della capacità produttiva, ridefinizione della forza lavoro, revisione dell'approccio strategico da prodotto a mercato o viceversa). Tali azioni possono comportare la perdita di significato economico di una prospettiva *stand alone* delle *Cash Generating Unit* prese a riferimento nel precedente *impairment test*, generando quindi conseguenti difficoltà di analisi ed in particolare nella determinazione dei relativi flussi attesi<sup>66</sup>.

## 10.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

10.2.1. Uno degli obiettivi principali nelle attività di *impairment* è di esaminare la ragionevolezza delle previsioni future prese alla base del test, avuto particolare riguardo al livello di attenzione posta dal management nella minimizzazione di valutazioni soggettive nel processo di stima dei flussi attesi. In tale ambito appare opportuno richiamare quanto enunciato nello IAS 36 (cfr. § 33), secondo cui è opportuno:

*“(a) basare le proiezioni dei flussi finanziari 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. Maggior peso deve essere dato alle evidenze provenienti dall'esterno;*

*(b) basare le proiezioni dei flussi finanziari sul più recente budget/previsione approvato dalla direzione aziendale, ma deve escludere eventuali flussi finanziari in entrata o in uscita futuri che si stima derivino da future ristrutturazioni o miglioramenti od ottimizzazioni dell'andamento dell'attività. Le proiezioni fondate su questi budget/previsioni devono coprire un periodo massimo di cinque anni, a meno che un arco temporale superiore possa essere giustificato;*

*(c) stimare le proiezioni di flussi finanziari superiori al periodo coperto dai più recenti budget/previsioni tramite estrapolazione delle proiezioni fondate su budget/previsioni facendo uso per gli anni successivi di un tasso di crescita stabile in diminuzione, 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'entità opera, o dei mercati nei quali il bene utilizzato è inserito, salvo che un tasso superiore possa essere giustificato.”..*

I vincoli sopra citati, rivestono particolare importanza alla luce della recente crisi e pertanto devono essere tenuti presenti ed applicati nella loro forma più estesa e rigorosa, come illustrato nelle indicazioni operative.

---

<sup>66</sup> Ai sensi dello IAS 36 (§ 33 e 44) i flussi finanziari devono escludere eventuali flussi finanziari in entrata o in uscita che si stima derivino da future ristrutturazioni per le quali l'entità non è ancora impegnata o miglioramenti od ottimizzazioni dell'andamento dell'attività.

### 10.3.Indicazioni operative

10.3.1. Occorre evitare che le valutazioni finalizzate al test di *Impairment* si basino su piani aziendali non aggiornati, ovvero che non tengano conto di significativi eventi verificatisi dopo la loro emissione<sup>67</sup> ed in particolare dell'attuale scenario di crisi finanziaria; nello specifico le previsioni debbono essere aggiornate non solo in base al budget per il prossimo esercizio, ma debbono riguardare anche gli anni successivi attraverso una adeguata revisione dei *Key Factor* e delle *assumption* che sappia cogliere gli effetti conseguenti a tali fenomeni recenti (e.g. perdita di quota di mercato, riduzione del livello generale dei prezzi reali, ecc..). L'*impairment test* deve considerare la migliore stima formulabile dal management alla data di riferimento relativamente alle possibili condizioni future di svolgimento del business oltre l'orizzonte di budget. Ciò al fine di minimizzare i rischi:

(a) di basare il test di verifica su previsioni superate, effettuate attraverso estrapolazioni di budget e/o di piani aziendali comunicati precedentemente ma ora non più attuali;

(b) di basare il test su budget di breve periodo dai quali non sono ricavabili le prospettive economiche future del business.

10.3.2. Occorre basare in generale l'analisi di *Impairment* su piani che contengano dei flussi attesi effettivamente realizzabili, riducendo il rischio di sovrastima da parte della direzione aziendale per obiettivi ambiziosi di difficile fattibilità;

10.3.3. Occorre stimare i flussi attesi sulla base di presupposti ragionevoli e sostenibili mediante la costruzione di una solida base di dati presi a riferimento nella formulazione delle previsioni che si basino sia su studi effettuati internamente ma soprattutto su previsioni fornite da fonti terze, il cui peso assegnatogli ai fini delle previsioni, alla luce della crisi attuale, deve essere tenuto in particolare considerazione (si veda in particolare il paragrafo 33 dello IAS 36);

10.3.4. Occorre analizzare il trattamento del rischio nelle previsioni di piano, tenuto conto di quanto già stimato/riflesso nel calcolo del costo del capitale.

10.3.5. Occorre evitare che i flussi attesi utilizzati per l'*Impairment* considerino i flussi in entrata e uscita relativi ad eventuali ristrutturazioni o ottimizzazioni future, per i quali l'impresa non è ancora già impegnata.

10.3.6. Tenute presenti le suddette linee guida generali, di seguito si riportano invece alcune linee guida di carattere più prettamente operativo relative a:

- la qualità della capacità previsionale aziendale
- l'utilizzo di Piani Multi-Scenario
- le attività da svolgere sul Piano "Base"

10.3.7. Sulla generale qualità della capacità previsionale aziendale. Nell'ambito dell'attività di redazione dei flussi attesi da utilizzare ai fini dell'analisi di *impairment*, appare significativo innanzitutto effettuare

---

<sup>67</sup> In questo senso si è espresso anche il documento congiunto Banca d'Italia /Consob/ISVAP ddell 4 marzo 2010. In particolare al punto 1.1 afferma: "con riferimento al calcolo del valore d'uso, dall'esame dei bilanci 2008 è emerso che alcune società non disponevano, al momento delle valutazioni, di piani aziendali aggiornati che tenessero in debito conto le complesse modifiche degli scenari di mercato indotte dalla crisi. In assenza di previsioni pluriennali, alcune società hanno ritenuto possibile determinare il valore d'uso dell'avviamento sulla base di proiezioni di medio periodo ottenute estrapolando – sulla base di tassi di crescita normalizzati – i dati del solo budget 2009".

preliminarmente un'analisi generale della qualità della capacità previsionale dell'azienda, tenuto conto del contesto competitivo e del relativo posizionamento.

Ciò può essere effettuato analizzando gli scostamenti dei dati consuntivati in precedenza rispetto a quanto originariamente previsto dal management in sede di redazione di *budget* e/o piani.

Tale analisi ha l'obiettivo di individuare un livello generale di giudizio sulla qualità della capacità previsionale aziendale, alla luce del contesto interno ed esterno in cui l'azienda si trova ad operare. Tale giudizio è finalizzato a stabilire il livello di attenzione e di approfondimento nella verifica dei piani.

10.3.8. Sul possibile utilizzo di Piani Multi-Scenario. In un contesto di forte volatilità, il piano aziendale può essere affiancato da un'analisi multi-scenario. Tale scelta appare sicuramente condivisibile per diverse motivazioni, tra cui:

- oggettiva difficoltà previsionale (in particolare delle c.d. variabili esogene),
- trasparenza e livello di responsabilità nei confronti degli *stakeholders*,
- capacità dinamica dell'impresa a reagire ai mutamenti di scenario.

Ai fini del test *d'impairment*, disporre di un'analisi multi-scenario è utile solo se attraverso tale analisi è possibile ridurre il rischio di realizzazione del piano, esprimendo flussi medi attesi inferiori a quelli di piano. Questo obiettivo è funzione degli scenari alternativi assunti (che devono essere fondati su *assumptions* più prudenti del piano) e della probabilità attribuita a tali scenari (che non deve essere così ridotta da non incidere materialmente sui flussi attesi).

Sulla base di quanto sopra, anche laddove per ragioni strategiche siano stati elaborati diverse previsioni, il management, ai fini dell'*impairment test*, può rendere disponibile un unico piano che rappresenti la migliore previsione prodotta dal management aziendale ("Piano Base") ed eventualmente alcune proiezioni alternative fondate su *hypothetical assumption* più prudenti. In questi casi, tuttavia è opportuno verificare che il piano base sia comunque aggiornato ed esprima la migliore stima (ovvero lo scenario più probabile) del management. Il rischio nelle analisi multi-scenario consiste nell'interpretare il piano base come il piano dello scenario più favorevole e non invece come il piano dello scenario più probabile. Allo stesso modo occorre evitare che gli scenari alternativi fondati su *hypothetical assumption* siano eccessivamente radicali. In ogni caso le proiezioni fondate su *hypothetical assumption* devono riflettere scenari caratterizzati da una probabilità non trascurabile.

10.3.8. Sulle attività da svolgere sul Piano "Base" Come anticipato, al fine di minimizzare il rischio connesso ad una possibile sovrastima dei flussi attesi e, conseguentemente, del valore d'uso, appare raccomandabile l'utilizzo di previsioni basate su assunzioni che tengano conto delle problematiche emerse e che scontino, nella loro quantificazione, l'attuale contesto di turbolenza. La verifica di ciò passa attraverso tre principali analisi:

- Classificazione delle assunzioni/previsioni;
- Analisi delle assunzioni/previsioni;
- Analisi di sensitività.

10.3.9. Classificazione delle assunzioni/previsioni. Al fine di avere un quadro chiaro sul livello di rischiosità delle previsioni effettuate è opportuno i meglio indirizzare le ulteriori attività di analisi, appare opportuno, innanzitutto distinguere la natura delle previsioni tra:

- Forecasts (previsioni in senso stretto) fondate su "Management Best-estimate Assumptions": si tratta di previsioni che esprimono i risultati più probabili previsti dal management;
- Projections (proiezioni o estrapolazione di forecasts) fondate su "Hypothetical Assumptions": si tratta delle migliori previsioni effettuabili dal management sulla base di *assumption* di possibile manifestazione, ma che non esprimono necessariamente lo scenario più probabile (vuoi perché assumano valori di variabili esterne o interne che non corrispondono agli scenari ritenuti più probabili dal management, vuoi perché considerano le variabili esterne più probabili, ma non includono alcuna scelta strategica conseguente, quale è il caso di semplici estrapolazioni).

La distinzione fra *best estimate assumption* e *hypothetical assumption* consente di distinguere fra previsioni e semplici proiezioni.

I flussi prospettici (sia che assumano la forma di previsioni sia che assumano la forma di proiezioni) fanno uso di *significant assumption* e di *sensitive assumption*. La distinzione è la seguente:

- Significant assumption: ipotesi relative a condizioni future che si attende saranno significativamente diverse da quelle correnti e per le quali non esiste una ragionevole possibilità di predefinirle;
- Sensitive assumption: ipotesi la cui variazione anche contenuta può modificare significativamente il risultato di stima del valore recuperabile.

La classificazione delle *assumption* è necessaria per apprezzare:

- (a) la qualità del processo di previsione (più elevata nel caso di forecasts, meno elevata nel caso nel caso di *projection*);
- (b) eventuali discontinuità che gravano sulle previsioni (le ipotesi che sono contemporaneamente *significant* e *sensitive*);
- (c) le principali fonti di rischio delle proiezioni.

10.3.10 Analisi delle assunzioni/previsioni. L'analisi va distinta con riguardo a:

- *Best estimate assumptions/Forecast*;
- *Hypothetical assumptions/Projection*.

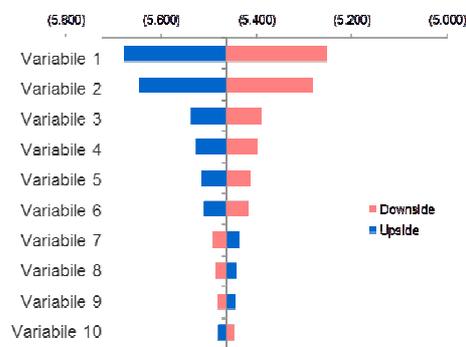
Con riferimento ai dati previsionali Forecast, le Assunzioni dovranno essere oggetto in generale di analisi di coerenza tra i dati utilizzati e condizioni di mercato, di coerenza tra le azioni che l'azienda intende intraprendere e risorse disponibili, di congruità nella determinazione dei dati stimati sulla base di variabili di mercato (e.g. politiche di prezzo), etc... In altri termini si raccomanda, di effettuare specifiche analisi miranti a verificare la solidità delle variabili endogene, quali ad esempio:

- analisi della coerenza tra strategia realizzata, intenzioni strategiche, ipotesi e previsioni economico-finanziarie;
- analisi delle realizzabilità e della compatibilità delle azioni previste con la tempistica proposta e con le risorse (umane, organizzative, tecnologiche, etc..) disponibili;

- livello di analisi delle dinamiche competitive del settore di riferimento (e.g. domanda di mercato, azioni dei concorrenti, comportamento acquisto dei consumatori, cambiamenti normativi e/o tecnologici, etc...);

Con riferimento ai dati previsionali *Projection*, caratterizzati da un più elevato grado di volatilità, dovranno essere analizzate approfonditamente le Assunzioni Ipotetiche, e i loro impatti sui risultati aziendali. In particolare dovranno essere esaminati attraverso specifiche analisi di sensitività individuando quelle maggiormente critiche per il business che, a loro volta, dovranno poi essere analizzate attraverso simulazioni *ad hoc* che ne evidenzino l’impatto sui flussi di risultato.

10.3.11. Analisi di rilevanza delle sensitive assumption. Al fine di individuare le *sensitive assumptions* alle quali i flussi attesi sono maggiormente sensibili, si raccomanda di definire un ranking di importanza delle variabili chiave alle quali le *sensitive assumption* si riferiscono. Di seguito si riporta un esempio di gerarchia delle *sensitive assumption* sulla base del c.d. “Tornado Chart” (grafico 5):



**Graf.5:Tornado Chart per la misurazione delle variabili che maggiormente impattano sui risultati.**

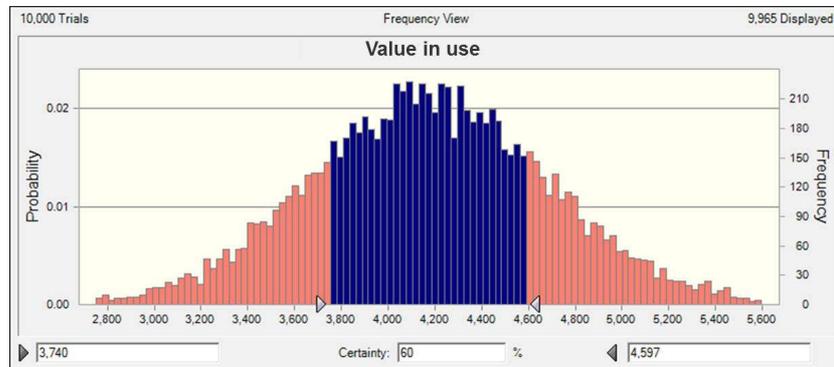
L’analisi della rilevanza delle *sensitive assumption* può essere svolta in due forme:

- analisi “statica” o di sensitività, in cui si analizzano gli impatti sui flussi attesi (o sul risultato dell’*impairment test*) di eventuali variazioni di singole variabili rispetto al piano base tenendo ferme tutte le altre variabili (e.g. +/- 10% rispetto al valore della variabile assunto nel piano base);
- analisi “dinamica”, in cui si analizzano gli impatti sui flussi attesi (o sul risultato dell’*impairment test*) di eventuali variazioni di singole variabili tenuto conto della correlazione fra variabili. Questa analisi può essere effettuata anche avvalendosi – quando opportuno – di tecniche statistiche di simulazione (quali il c.d. metodo Montecarlo), con l’obiettivo di analizzare il livello di probabilità di raggiungimento dei livelli cash flows/valore d’uso ipotizzati nel piano “Base”.

Di seguito si richiamano le principali attività necessarie per l’Analisi di Montecarlo:

- individuazione delle Variabili di Input Chiave - VIC;
- assegnazione a tali variabili VIC la relativa distribuzione di probabilità;
- individuazione delle variabili di output chiave – “VOC” di cui si vuole determinare il livello di volatilità al variare delle VIC (nel caso in esame i risultati annuali di piano o direttamente il valore d’uso);

- implementazione, con il supporto di software dedicati<sup>68</sup>, di un numero di simulazioni casuali statisticamente significative (in genere dell'ordine di migliaia),
- analisi della distribuzione di probabilità delle Variabili Output Chiave VOC conseguenti alle distribuzioni di probabilità assegnate alle VIC (graf....)



**Graf.6: Distribuzione di probabilità della VOC Cash Flow della variazione di VIC (Metodo Montecarlo).**

E' naturalmente opportuno comunicare gli impatti in termini di Valore d'uso e conseguente risultato dell' *impairment test* delle Variabili di Input Chiave.

<sup>68</sup> Si cita ad esempio "Crystal Ball"

## **11. Professional skepticism sui flussi attesi**

### 11.1 Problematicità emerse a seguito della crisi

11.1.1. Le aziende registrano livelli di performance industriale e finanziaria inferiori, anche in misura significativa, rispetto a quelli conseguiti nel periodo antecedente la crisi. L'andamento dei risultati periodici presenta maggiore volatilità. Si ampliano e si ripetono gli scostamenti tra risultati previsti e risultati consuntivi.

11.1.2. Relativamente al processo di stima dei flussi finanziari attesi, si configura una maggior incertezza e dispersione degli indicatori e degli scenari proponibili. La direzione aziendale incontra difficoltà nell'utilizzo e riconciliazione dei dati storici come base di elaborazione dei dati prospettici. Aumenta la frequenza temporale delle revisioni delle stime. Con la pressione al conseguimento degli obiettivi, incrementa anche il rischio di pregiudizio potenziale da parte della direzione aziendale.

### 11.2 Presupposti logici per affrontare le problematiche

11.2.1. Esercitare lo scetticismo professionale rispetto ai flussi finanziari attesi significa analizzare criticamente l'adeguatezza e la qualità degli elementi probativi delle ipotesi alla base dei piani predisposti dalla direzione aziendale. A tal fine il valutatore deve tener conto delle informazioni autonomamente acquisibili nonché della prospettiva teorica del partecipante di mercato o dell'osservatore esterno.

11.2.2. L'obiettivo è ridurre i rischi connessi alla sottovalutazione di circostanze non ricorrenti e all'utilizzo di ipotesi inadeguate che possono aumentare il margine di errore già di per sé insito nelle stime dei dati prospettici. Il Presupposti logici è anche quello di istruire un processo di analisi dei dati che non invalidi sostanzialmente l'aggiornamento periodico dei controlli di valore nel tempo.

### 11.3 Indicazioni operative

11.3.1. Il valutatore è chiamato a:

- a) Capire le modalità e il processo di preparazione dei piani, nonché le relazioni tra i dati previsionali utilizzati per il controlli di valore e quelli utilizzati dalle varie funzioni aziendali per fini gestionali (etc. piani operativi e commerciali, programmi di investimento, incentivi alla direzione aziendale, operazioni di finanziamento);
- b) Analizzare i dati di piano sulla base delle informazioni interne ed esterne più recenti disponibili;
- c) Tenere conto delle metriche storiche e degli elementi derivabili dall'analisi degli scostamenti budget-consuntivi, specie nell'ottica di identificare i cambiamenti di scenario che hanno natura strutturale, i.e. ragionevolmente non reversibili nel medio periodo;
- d) Focalizzare l'analisi sulle ipotesi inerenti parametri e indicatori che hanno maggior impatto sui risultati quantitativi delle stime, incluse quelle inerenti i flussi della fase di stato stabile per il calcolo del valore terminale. Lo strumento più diretto per l'identificazione di questi parametri-chiave è l'analisi di sensitività;

- e) Attenuare il rischio connesso a previsioni principalmente basate sul giudizio o sull'attestazione della direzione aziendale avvalendosi di elementi probativi ulteriori, documentabili da fonti esterne e di mercato (es. rapporti di osservatori, database professionali, dati di altre società del settore, note di analisti finanziari, informazioni e statistiche dei regolatori);
- f) Analizzare gli elementi probativi delle ipotesi di piano con approccio integrato (e non su base autonoma) con particolare attenzione ai possibili aspetti di inconsistenza tra i vari elementi;
- g) Motivare le ragioni della scelta di una ipotesi di scenario rispetto alle principali alternative osservabili, e la risoluzione di eventuali elementi probativi rilevanti che risultino contraddittori rispetto all'ipotesi scelta.

## **12. Flusso e saggio di crescita nel *Terminal Value***

### 12.1 Problematiche emerse a seguito della crisi

12.1.1 L'incertezza e la volatilità correlate all'attuale contesto di crisi rendono la stima del Terminal Value (TV) un esercizio particolarmente delicato.

I flussi nel TV devono infatti essere in grado di riflettere in modo ragionevole le migliori stime di andamento della CGU nel lungo periodo, laddove il Management, a causa dell'alta volatilità, potrebbe già avere difficoltà a stimare gli anni di previsioni esplicita; e in particolare nell'attuale contesto la capacità della CGU in generale di generare flussi a condizioni simile a quelle pre-crisi.

In sintesi, se nelle previsioni del periodo esplicito ci si interroga in particolar modo sulla durata della crisi, nelle stime dei flussi del TV ci si deve in primo luogo interrogare sulla ragionevolezza o meno di proiettare nel futuro risultati e/o tassi di crescita coerenti con il passato e con il mercato di riferimento del business. Per la configurazione di valore del valore d'uso, queste considerazioni devono poi tener conto di quanto indicato paragrafo 33 dello IAS 36, che fa riferimento, come meglio specificato nei paragrafi successivi, ad attese di tassi di crescita costanti o declinanti, ammettendo che, solo in particolari circostanze, la crescita possa essere positiva.

12.1.2 A questo va aggiunto il rilevante peso che il *Terminal Value* (TV) ha normalmente nella stima complessiva della CGU, aspetto che tende ad accentuarsi laddove il periodo di previsione esplicita diventa più breve.

12.1.3 Le problematiche si pongono dunque a due livelli:

- a) stima del flusso sostenibile nel lungo periodo;
- b) stima del tasso di crescita "g" di tale flusso.

Nella pratica non ci si può esimere dal domandarsi se l'attuale scenario di crisi consenta – senza solide evidenze e con stime adeguatamente supportabili – di recuperare nel futuro il valore delle attività e/o degli avviamenti. Un esercizio di pura traslazione in avanti dei risultati attesi nell'ambito del periodo di previsione esplicita e di mera conferma del TV storico non appare, particolarmente nell'attuale contesto, un esercizio adeguato.

12.1.4 Le considerazioni che seguono fanno riferimento, laddove non diversamente specificato, ai vari livelli di analisi/applicazione dell'*impairment test*: asset, CGU e Gruppi di CGU.

### 12.2 Presupposti logici per affrontare le problematiche

12.2.1 Nell'affrontare il problema il Management deve trovare adeguate risposte alle seguenti domande:

- (a) I cambiamenti legati all'attuale contesto di crisi sono tali da impattare nel lungo periodo le marginalità/dimensioni della CGU? È dunque una crisi congiunturale o strutturale? La CGU sta perdendo quote di mercato o il mercato si sta contraendo? La crisi sta offrendo ai clienti soluzioni alternative che nel medio lungo tempo si riveleranno in grado di offrire un servizio altrettanto vantaggioso e dunque tale da impattare le prospettive dei flussi nel medio/lungo periodo?

- (b) Ai fini della configurazione di valore del valore d'uso le azioni intraprese per far fronte alla crisi rientrano nei dettami del paragrafo 33, lettera b) e del paragrafo 44 dello IAS 36 che vietano esplicitamente di considerare sia i flussi in uscita sia i flussi in entrata associati a *“una ristrutturazione futura per la quale l'entità non si è ancora impegnata”* o *“il miglioramento o l'ottimizzazione dei rendimenti dell'attività”*?
- (c) Le azioni intraprese per far fronte alla crisi e riflesse negli anni di previsione esplicita avranno impatto anche nel medio/lungo periodo?
- (d) Le conseguenze della crisi stanno impattando sui fondamenti del settore in cui è attiva la CGU?
- (e) Quali sono gli investimenti o i cambiamenti necessari per far fronte ai nuovi scenari? Per la configurazione di valore del valore d'uso tali investimenti rientrano nel disposto del paragrafo 44 dello IAS 36 che prevede che *“i flussi futuri dell'attività devono essere stimati facendo riferimento alle loro condizioni correnti”*? Abbiamo la capacità finanziaria alla luce delle restrizioni creditizie in essere per sostenere l'attuale piano?
- (f) Allo stesso tempo ci si deve chiedere se l'attuale contesto possa invece rappresentare un'opportunità tenuto conto delle difficoltà degli altri operatori o delle spinte al cambiamento?
- (g) Si devono attentamente valutare i mercati in cui opera la CGU. Non possiamo prescindere infatti dalla considerazione che l'attuale crisi impatti diversamente mercati/settori diversi e quindi che sia possibile rilevare comportamenti significativamente diversi tra loro.

### 12.3 Indicazioni operative

12.3.1 Le stime considerate nel *Terminal Value* dovrebbero essere quanto più possibile supportate da fonti esterne, come studi di settore, *brokers' report* o ulteriori evidenze. Eventuali scostamenti fra le assunzioni di piano e le evidenze esterne dovrebbero essere opportunamente analizzate e giustificate dal Management.

12.3.2 La marginalità a regime deve essere posta in relazione sia con la marginalità prevista nel periodo di piano esplicito sia con quella storica, se considerata ancora proiettabile nel futuro, al fine di evidenziare le considerazioni del Management sull'entità dell'impatto della crisi o comunque delle variazioni o assenza delle stesse.

Tale marginalità deve essere in grado di considerare adeguatamente dunque sia gli effetti della crisi, che la ciclicità del business. In tale contesto potrebbe aver senso considerare all'interno del TV periodi differenti al fine di apprezzare effetti di normalizzazioni che non si esauriscono al termine del periodo esplicito. Per la configurazione di valore del valore d'uso si fa riferimento ai paragrafi A4 e A7 dello IAS 36<sup>69</sup>, relativi alla pluralità di scenari possibili.

12.3.3 Particolare importanza assumono gli investimenti. Gli investimenti considerati nel TV devono rappresentare l'ammontare necessario per mantenere il livello di capacità di generazione dei flussi

---

<sup>69</sup> IAS 36.A4: *“Le applicazioni contabili dell'attualizzazione hanno tradizionalmente utilizzato una singola serie di flussi finanziari stimati e un singolo tasso di attualizzazione, spesso descritto come “tasso commisurato al rischio”. In sostanza, l'approccio tradizionale assume che un singolo tasso di attualizzazione convenzionale può raccogliere tutte le previsioni sui flussi finanziari futuri e un premio appropriato per il rischio. Quindi, l'approccio tradizionale pone la maggior enfasi sulla scelta del tasso di attualizzazione”*

IAS 36.A7 *“L'approccio dei flussi finanziari attesi, è, in alcune situazioni, un più efficiente strumento di valutazione dell'approccio tradizionale. Nello sviluppare la valutazione, l'approccio dei flussi finanziari attesi utilizza tutte le previsioni sui possibili flussi finanziari, invece di un singolo più probabile flusso finanziario. Per esempio un flusso finanziario può essere CU 100, CU 200, CU 300 con probabilità di accadimento pari rispettivamente al 10 per cento, 60 per cento e 30 per cento. Il flusso finanziario atteso è CU 220. L'approccio dei flussi finanziari attesi quindi differisce dall'approccio tradizionale concentrandosi sull'analisi diretta dei flussi finanziari in questione e su più ipotesi esplicite utilizzate nella valutazione”.*

proiettato oltre il periodo di previsione esplicita, includendo anche l'eventuale quota relativa a investimenti con cadenza pluriennale (es. rinnovo licenze ogni 10 anni o *refurbishment* di un impianto ogni 7 anni). La prassi prevede anche l'allineamento tra investimenti a regime e ammortamenti. In linea generale è comunque inappropriato assumere investimenti pari agli ammortamenti (scenario steady state) quando si assume ai fini del calcolo del valore terminale un saggio di crescita "g" positivo. Tuttavia vi possono essere fatti e circostanze di impresa e di settore che giustificano investimenti pari agli ammortamenti anche in presenza di saggi di crescita positivi (quale ad esempio il caso di crescita g solo nominale e prezzi dei beni di investimento in flessione).

Per la configurazione di valore del valore d'uso si rimanda quanto evidenziato nel paragrafo 49 dello IAS 36<sup>70</sup>.

Il flusso del TV potrebbe considerare anche l'eventuale entrata a regime di investimenti effettuati negli ultimi anni di piano e il cui impatto non si è ancora pienamente manifestato nei flussi (es. apertura di nuovi negozi/impianti non ancora entrati a regime, riorganizzazioni del personale, ecc), sempre considerando i limiti previsti dal paragrafo 44 dello IAS 36<sup>71</sup> per la configurazione di valore del valore d'uso.

12.3.4 Il Management deve considerare se l'impatto del circolante nell'ambito specifico della CGU sia rilevante ai fini della determinazione del flusso di cassa normalizzato del TV.

12.3.5 Le marginalità previste nel TV devono essere confrontate, al fine di testarne la coerenza, con quelle previste nei precedenti esercizi di *impairment*. Gli impatti strutturali della crisi potrebbero portare a non giustificare – come detto - un ritorno a marginalità di lungo periodo in linea con quelle storiche o precedentemente previste.

12.3.6 Il tasso di crescita "g", come previsto dallo IAS 36, deve essere stabile o in diminuzione, portando quindi ad una contrazione dei flussi, a meno che un tasso crescente possa essere considerato e adeguatamente supportato. Tale tasso non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, dei settori industriali, del Paese e dei Paesi in cui la CGU opera. Il tasso di crescita g deve dunque essere costruito in modo da riflettere le eventuali diverse aspettative di crescita nel lungo periodo dei paesi in cui opera la CGU. In tal senso si opera normalmente una ponderazione sui fatturati o sui margini relativi ai diversi settori/mercati in cui opera l'Azienda.

A tal proposito è opportuno interrogarsi se eventuali tassi di crescita sostenuti (esempio relativi ad economie emergenti) possano essere ritenuti ragionevoli nel medio-lungo termine o debbano portare – come detto in precedenza – a considerare nell'ambito del TV diversi sottoperiodi.

E' importante valutare la coerenza tra tassi di crescita previsti negli anni di piano e il tasso g e la coerenza con i tassi g utilizzati negli esercizi di *impairment* precedenti.

E' di rilevante importanza ancora una volta che la stima del tasso "g" sia supportato da evidenze esterne.

---

<sup>70</sup> IAS 36.49: "Le stime dei flussi finanziari futuri includono i futuri flussi finanziari in uscita necessari a mantenere il livello dei benefici economici che ci si attende derivino dall'attività nella sua condizione attuale. Quando un'unità generatrice di flussi finanziari consiste di attività con vite utili stimate differenti, le quali sono tutte essenziali per il normale funzionamento dell'unità, la sostituzione delle attività con vite più brevi è considerata essere parte della manutenzione ordinaria dell'unità nello stimare i flussi finanziari futuri associati all'unità. Similmente quando un'attività singola include componenti con vite utili stimate differenti, la sostituzione dei componenti con vite utile più brevi è considerata essere parte della manutenzione ordinaria dell'attività quando si stimano i futuri flussi finanziari generati dall'attività".

<sup>71</sup> IAS 36.44: "I flussi finanziari futuri dell'attività devono essere stimati facendo riferimento alle loro condizioni correnti. Le stime dei flussi finanziari futuri non devono includere flussi finanziari futuri stimati in entrata o in uscita che si suppone debbano derivare da:

- (a) Una ristrutturazione futura per la quale l'entità non si è ancora impegnata; o
- (b) Il miglioramento o l'ottimizzazione del rendimento dell'attività."

12.3.6 A causa dell'alta dipendenza del risultato dell'*impairment test* dalle stime considerate nel TV è spesso opportuno predisporre un'analisi di sensitività che evidenzi gli impatti sulla valutazione al variare dei principali input. Si raccomanda non solo analisi di sensitività legati al modificarsi di singoli parametri (ad esempio "g" e tasso di attualizzazione) ma anche analisi di sensitività legati a specifiche assunzioni, più rispondenti ad una logica multi scenario (ad esempio flusso di risultato normalizzato).

12.3.7 Il tasso di attualizzazione utilizzato per il TV è normalmente il medesimo di quello usato nel periodo di previsione esplicita, a meno che tale tasso non rifletta rischiosità specifiche del piano che non si ritiene debbano esse mantenute oltre il periodo di previsione esplicita, in quanto di tali rischio già si tiene conto in considerazione in sede di normalizzazione del flusso di risultato terminale. Questa circostanza va comunque attentamente analizzata alla luce della coerenza che vi deve essere fra flussi e tassi di attualizzazione e del dettato del paragrafo A21 dello IAS 36<sup>72</sup>.

Il management verifica la coerenza tra la rischiosità considerata nel tasso di attualizzazione e il peso del TV sul totale del risultato dell'*impairment test*, in quanto tanto maggiore è tale indice, tanto maggiore i risultati dell'esercizio valutativo dipendono da eventi ancora da realizzarsi.

Si faccia riferimento anche al paragrafo 56 dello IAS 36<sup>73</sup>, laddove si evidenzia che i rischi che trovano espressione nella stima dei flussi non devono poi essere espressi anche nel tasso utilizzato per l'attualizzazione, al fine di evitare che lo stesso fenomeno venga considerato due volte.

---

<sup>72</sup> IAS 36.A21: "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" (sottolineato nostro).

<sup>73</sup> IAS 36.56 Un tasso che riflette le valutazioni correnti del mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell'attività corrisponde al rendimento che gli investitori richiederebbero se si trovassero nella situazione di dover scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di import, tempistica e rischio equivalenti a quelli che l'entità si aspetta che derivino dall'attività in oggetto. Questo tasso è stimato attraverso il tasso implicito utilizzato per attività similari nelle contrattazioni correntemente presenti nel mercato o attraverso il costo medio ponderato del capitale di un'entità quotata che ha una singola attività (o un portafoglio di attività) simile all'attività considerata in termini di servizio e rischi. Tuttavia, il (i) tasso(i) di sconto utilizzato(i) per valutare il valore d'uso di un'attività non riflette(ono) i rischi per i quali le stime dei flussi finanziari futuri sono state rettifiche. Altrimenti gli effetti connessi ad alcuni presupposti potrebbero essere calcolati due volte".

## 13. Costo del capitale

### 13.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

13.1.1. Il contesto di crisi ha fatto emergere un rilevante incremento del rischio paese. E' compito di ciascuna entità valutare i fatti e le circostanze che determinano l'esposizione a tale rischio. Il rischio Paese comporta due principali problemi nella stima del costo del capitale:

a) il titolo di Stato a lunga scadenza tecnicamente non rappresenta più un saggio *risk free* e il CAPM si basa su una ricostruzione del costo del capitale fondata sul tasso privo di rischio. Lo IAS 36.A17 chiarisce che, come punto di partenza per la stima del tasso di sconto, l'entità potrebbe prendere in considerazione proprio il CAPM. Infatti il principio recita: *"il costo medio ponderato del capitale per l'entità determinato facendo uso di tecniche valutative quali il CAPM"*.

b) occorre comunque tenere conto del rischio Paese ai fini della stima del valore d'uso. Infatti lo IAS 36.A18 stabilisce che nella individuazione dei tassi di sconto da utilizzare ai fini della stima del valore d'uso *"si dovrebbero tenere in considerazione i rischi quali quelli legati al paese (...)"*. Ciò sulla base del presupposto che il rendimento dei titoli di Stato costituisca comunque un parametro di riferimento relativo imprescindibile per stimare il rendimento di un'attività rischiosa nello specifico paese.

In un contesto in cui il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine è aumentato rispetto all'ultimo *impairment test* è ragionevole attendersi che se l'attività svolta dall'entità è prevalentemente domestica anche il costo del capitale sia aumentato (anche se non necessariamente della stessa misura in cui è aumentato il rendimento del titolo di Stato).

13.1.2. Un aumento del costo del capitale – a parità di attese di rendimento del capitale investito – riduce il contributo della crescita al valore d'impresa. Un esempio è riportato di seguito sulla base di un semplice modello di valutazione reddituale fondato sulla capitalizzazione del flusso di reddito corrente (modello alla Gordon).

#### Situazione ante aumento del costo del capitale:

Reddito atteso di budget per il prossimo anno =  $E_1 = 10$

Reinvestimento costante del reddito =  $b = 30\%$  (=  $1 - \text{payout ratio}$ )

Tasso di rendimento del reddito reinvestito =  $\text{roe atteso} = r = 10\%$

Saggio di crescita perpetuo =  $b \times r = g = 3\%$

Costo dei mezzi propri = *cost of equity* =  $\text{coe} = 9\%$

Valore recuperabile (modello di Gordon) =  $E_1 \times (1-b) / (\text{coe} - g) = 10 \times (1-30\%) / (9\% - 3\%) = 7/6\% = 116,67$

#### Situazione post-aumento del costo del capitale (per ipotesi equali prospettive di reddito e di rendimento degli utili reinvestiti)

Reddito atteso di budget per il prossimo anno =  $E_1 = 10$  (per ipotesi costante)

Reinvestimento costante del reddito =  $b = 30\%$  (=  $1 - \text{payout ratio}$ )

Tasso di rendimento del reddito reinvestito =  $\text{roe atteso} = r = 10\%$  (per ipotesi costante)

Saggio di crescita perpetuo =  $b \times r = g = 3\%$

Costo dei mezzi propri = *cost of equity* =  $\text{coe} = 10\%$

Valore recuperabile (modello di Gordon) =  $E_1 \times (1-b)/(coe - g) = 10 \times (1-30\%)/(10\% - 3\%) = 7/7\% = 100$

13.1.3. Il costo del capitale desunto dal mercato è un rendimento atteso e deve essere applicato a flussi ponderati per la probabilità di manifestazione, cioè a flussi medi attesi<sup>74</sup>. I flussi medi attesi coincidono con i flussi più probabili (*best estimates*) solo se la distribuzione dei risultati attesi è simmetrica. In caso di distribuzione asimmetrica dei flussi di risultato attesi il tasso di attualizzazione coincide con il costo del capitale solo se si è proceduto a rettificare i flussi più probabili per renderli medi attesi.

13.1.4. Lo IAS 36.A21. chiarisce 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”*. E’ pertanto possibile far uso di tassi differenti in ciascun anno. Questa circostanza assume particolare importanza per gli istituti di credito per i quali il risultato di periodo è largamente dipendente dal livello dei tassi di interesse corrente nello specifico periodo. Per coerenza l’utile prodotto in esercizi caratterizzati da tassi di interesse più contenuti dovrebbe essere scontato ad un costo del capitale che considera un saggio risk free riferito ad una scadenza a breve termine.

13.1.5. Lo IAS 36.56 chiarisce che: *“Un tasso che riflette le valutazioni correnti del mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell’attività corrisponde al rendimento che gli investitori richiederebbero se si trovassero nella situazione di dover scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di import, tempistica e rischio equivalenti a quelli che l’entità si aspetta che derivino dall’attività in oggetto. Questo tasso è stimato attraverso il tasso implicito utilizzato per attività simili nelle contrattazioni correntemente presenti nel mercato o attraverso il costo medio ponderato del capitale di un’entità quotata che ha una singola attività (o un portafoglio di attività) simile all’attività considerata in termini di servizio e rischi. Tuttavia, il (i) tasso(i) di sconto utilizzato(i) per valutare il valore d’uso di un’attività non riflette(ono) i rischi per i quali le stime dei flussi finanziari futuri sono state rettificate. Altrimenti gli effetti connessi ad alcuni presupposti potrebbero essere calcolati due volte”*.

13.1.6. Nel presente paragrafo viene riportata a titolo esemplificativo una analisi incentrata sulla metodologia di calcolo CAPM (in quanto richiamata dallo IAS 36.A17 lettera a). Tuttavia lo IAS 36 dà facoltà di far uso di metodologie diverse (ad esempio *Option Price Based Model*). Qualunque sia la tecnica valutativa utilizzata è comunque sempre opportuno verificare i risultati ottenuti con fonti esterne di informazione (ad esempio *benchmarking* verso i maggiori *peers*, tassi utilizzati dagli *equity analysts*, etc.).

## 13.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

13.2.1. Sulla base del CAPM il rendimento di un titolo *azionario* (= costo dei mezzi propri) è pari alla somma di due addendi: (a) il rendimento privo di rischio e (b) il premio per il rischio (a sua volta ottenuto come prodotto di due fattori: il coefficiente beta e l’*equity risk premium*)<sup>75</sup>. In un contesto in cui il rendimento dei titoli di stato non coincide con il rendimento privo di rischio ed al contempo (ai sensi dello IAS 36) si

<sup>74</sup> IAS 36.32 *“(…) Qualsiasi approccio adottato un’entità per riflettere le aspettative sulle possibili variazioni del valore o dei tempi dei flussi finanziari futuri, il risultato deve riflettere il valore attuale atteso dei flussi finanziari, ossia la media ponderata di tutti i risultati possibili.”* (sottolineato nostro)

<sup>75</sup> Sulla base del CAPM si può scrivere:

$cost\ of\ equity = coe = R_f + \beta \times ERP$

dove:

$R_f$  = rendimento privo di rischio a lunga scadenza;

$\beta$  = coefficiente beta (misura di rischio sistematico)

$ERP$  = *equity risk premium*.

deve considerare il rischio paese nel tasso di attualizzazione ai fini della stima del valore d'uso sono individuabili due principali soluzioni <sup>76</sup> alternative che consistono nel considerare il rischio paese:

- a. nel primo addendo del CAPM, ovvero nel tasso privo di rischio;
- b. nel secondo addendo del CAPM, ovvero nel premio per il rischio.

Non è consigliabile considerare il rischio paese nel tasso privo di rischio e nel premio per il rischio, perché anche se teoricamente vi sarebbe la possibilità di considerare parte del premio per il rischio paese in entrambe le componenti, in pratica molto elevato è il rischio di *double counting*.

13.2.2. Il costo del capitale è un rendimento atteso (c.d. *forward looking*) pertanto nella stima del costo del debito occorre muovere dal costo marginale dell'indebitamento della specifica entità. Pur in un contesto di crisi può verificarsi che il costo marginale dell'indebitamento della società sia inferiore al rendimento dei titoli di Stato di pari scadenza o che l'incremento registrato nel costo del debito sia inferiore all'incremento del rendimento dei titoli di Stato. Se il costo del debito è correttamente stimato non occorre effettuare nessuna correzione al costo del debito per il rischio paese in quanto vi è evidenza che il debito dell'entità offre un beneficio di diversificazione (rispetto al rischio del titolo governativo) che il mercato apprezza.

13.2.3. Tanto il costo dei mezzi propri quanto il costo del debito sono funzione del livello di indebitamento (espresso a valori di mercato). Tuttavia lo IAS 36.A19 stabilisce che *"il tasso di attualizzazione è indipendente dalla struttura del capitale dell'entità e dal modo in cui l'entità ha finanziato l'acquisto dell'attività, poiché i flussi finanziari futuri che ci si attende deriveranno da un'attività non dipendono dal modo in cui l'entità ha finanziato l'acquisto dell'attività"*. Pertanto ai fini della stima del costo del capitale è opportuno fare riferimento ad una struttura finanziaria normale o target di settore. Tale struttura dovrebbe comunque essere sempre *"investment grade"* e pertanto dovrebbe essere desunta da soggetti con profili di rating non inferiori alla tripla B (BBB). Anche se la crisi può aver aumentato il rapporto di indebitamento delle imprese comparabili (per effetto di una riduzione del valore di mercato dei mezzi propri), può essere inopportuno utilizzare una struttura finanziaria target caratterizzata da un rapporto di indebitamento significativamente superiore a quello assunto a riferimento nel precedente *impairment test*, quando l'aumento di tale rapporto comporti una riduzione del costo medio ponderato del capitale<sup>77</sup>. In ogni caso è fondamentale rispettare la coerenza tra la struttura finanziaria target ed il calcolo del coefficiente beta<sup>78</sup>.

13.2.4. Vi sono tuttavia casi nei quali l'entità presenta una struttura finanziaria caratterizzata da un livello di indebitamento significativamente superiore a quello normale o target (c.d. *speculative grade*) e contemporaneamente la sua capacità corrente di generare flussi di cassa è tale da non rendere probabile il raggiungimento di una struttura finanziaria target in un arco di tempo anche ragionevolmente ampio. In questi casi occorre evitare una irrealistica valutazione dei benefici connessi agli scudi fiscali sul debito, quale potrebbe scaturire dalla meccanica applicazione di tecniche di stima del costo del capitale che implicitamente considerano il rischio del debito pari a zero<sup>79</sup>

---

<sup>76</sup> Varianti a questi metodi non dovrebbero fornire stime di tasso più contenute.

<sup>77</sup> Il costo medio ponderato del capitale si riduce all'aumentare dell'indebitamento sotto l'ipotesi che il rischio del debito sia pari a zero (beta nullo). Questa è l'ipotesi implicita quando si fa riferimento alla c.d. Formula di Hamada per il calcolo del beta levered e del beta unlevered.

<sup>78</sup> Ciò significa che i pesi relativi del debito e dei mezzi propri utilizzati nella struttura finanziaria target ai fini del calcolo del costo medio ponderato del capitale debbono essere coerenti con quelli utilizzati ai fini del re-leveraging dell'unlevered beta ai fini del calcolo del costo dei mezzi propri.

<sup>79</sup> In pratica ciò significa che non può essere utilizzata la formula di Hamada per il calcolo del beta levered dell'entità, in quanto tale formula presuppone che il beta del debito sia nullo. Allo stesso modo non può essere utilizzato un criterio di calcolo del costo medio ponderato del capitale che consideri solo il beneficio fiscale della deducibilità degli oneri finanziari. In presenza di debito rischioso occorre anche considerare i costi di dissesto nella stima del costo del capitale: costi che possono anche più che compensare i benefici della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

13.2.5. Il costo del capitale non cattura i rischi di sovrastima dei flussi di risultato attesi di piano. Pertanto il costo del capitale coincide con il tasso di attualizzazione solo se si è proceduto, in via preventiva a verificare che il piano non contenga rischi di sovrastima e che esprima flussi medi attesi.

13.2.6. Il costo del capitale deve essere omogeneo ai flussi ai quali è applicato, sia per natura, sia per scadenza. In particolare:

a) Distinzione per natura:

- flussi *unlevered* (nelle valutazioni *asset side*) sono scontati al costo medio ponderato del capitale;
- flussi *levered* (nelle valutazioni *equity side*) sono scontati al *cost of equity* (= costo dei mezzi propri)

b) Distinzione per scadenza:

- flussi che risentono del rendimento di investimenti finanziari a breve termine sono scontati a tassi diversi di anno in anno che considerano il rendimento privo di rischio a breve termine futuro atteso<sup>80</sup>;
- flussi che non risentono del rendimento di investimenti finanziari a breve termine sono scontati in genere a tassi costanti.

13.2.6. Qualunque sia il criterio utilizzato nella stima del costo del capitale è opportuno effettuare un confronto con il costo del capitale utilizzato nel precedente *impairment test* per verificarne la ragionevolezza dell'incremento. Un altro utile confronto è costituito dal costo del capitale utilizzato dagli *equity analysts* che seguono il titolo (quando vi è adeguata copertura). In linea generale il costo del capitale a seguito del maggior rischio paese deve avere registrato un aumento non trascurabile.

### 13.3. Indicazioni operative

13.3.1. Qualunque scelta sia compiuta nella selezione del tasso di attualizzazione, il tasso ottenuto dovrebbe comunque esprimere il *“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'entità si aspetta che derivino dall'attività in oggetto”* (IAS 36. 56), naturalmente per valutazioni correnti alla data di riferimento dell'*impairment test*. Di seguito si suggeriscono alcune soluzioni operative che tuttavia non vanno intese in forma vincolante, ma che vanno verificate alla luce del richiamato disposto dello IAS 36.56 e che in particolari circostanze può essere necessario affinare la misura del rischio paese .

13.3.2. Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso *risk-free*. In questo caso occorre:

(a) far coincidere il rendimento privo di rischio con il tasso di rendimento dei titoli di Stato a lunga scadenza, inclusivo quindi del rischio paese. Il tasso può non essere un tasso puntuale, ma è sconsigliato far uso di medie calcolate su periodi più estesi di un anno<sup>81</sup> perché difficilmente tali medie più estese

<sup>80</sup> Può trattarsi del rendimento implicito nella curva corrente dei tassi per scadenza oppure di una previsione di consenso coerente con le ipotesi di previsione dei flussi.

<sup>81</sup> Lo IAS.36.30 così recita: *“I seguenti elementi devono essere riflessi nel calcolo del valore d'uso di un'attività:*

(...)

(e) *Il valore temporale del denaro, rappresentato dal tasso corrente di interesse privo di rischio di mercato “(sottolineato nostro).*

esprimono il rendimento che gli investitori richiederebbero alla data della valutazione. Va comunque rilevato che lo IAS 36 non identifica alcun periodo di riferimento ai fini del calcolo del tasso di sconto, ma chiarisce che (IAS 36.56) “ un tasso che rifletta le valutazioni correnti del mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell’attività corrisponde al rendimento che gli investitori richiederebbero se si trovasse nella situazione di dover scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di importi, tempistica e rischio equivalenti a quelli che l’entità si aspetta che derivino dall’attività in oggetto” ;

(b) calcolare l’*equity risk premium* in forma c.d. *unconditional* (premio normale di lungo periodo) e pertanto senza modifiche rilevanti rispetto al precedente *impairment test* ed il coefficiente beta rispetto all’indice di mercato domestico. Il coefficiente beta è infatti una misura di rischio relativo e se riferita all’indice di borsa domestico, non cattura il rischio paese, che in questo caso è già catturato dal tasso risk free.

13.3.3. Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel premio per il rischio. In questo caso occorre:

(a) far uso di un vero e proprio rendimento privo di rischio. Nell’identificare il tasso privo di rischio è sconsigliabile fare riferimento al rendimento del titolo di Stato del Paese dell’area euro a minore rischio, per via del manifestarsi di un fenomeno di *flight-to-quality*. E’ più opportuno fare riferimento all’*Interest Rate Swap\_ IRS* (sempre riferito a scadenze a lungo termine). Anche in questo caso è sconsigliato far uso di medie calcolate su periodi più estesi di un anno;

(b) calcolare l’*equity risk premium* in forma c.d. *conditional* (considerando un premio per il rischio più elevato rispetto a quello normalmente richiesto di lungo periodo) e calcolare il coefficiente beta rispetto all’indice di mercato europeo. Il coefficiente beta se riferito all’indice di borsa europeo, cattura il rischio paese che caratterizza lo specifico titolo.

13.3.4. A solo titolo di esempio si riporta il calcolo del costo dei mezzi propri sulla base delle due metodologie descritte. Il calcolo è effettuato per una ipotetica entità medio rappresentativa (beta verso l’indice di borsa domestico pari all’unità) e tiene conto che, in media per le società italiane quotate, il coefficiente beta verso l’indice di borsa europeo (Stoxx 600) è del 20% superiore al coefficiente beta calcolato rispetto all’indice domestico (FTSE Italy All Share). Le misure di *equity risk premium* benché ragionevoli sono solo indicative solo di livelli minimi. Come si può notare per l’impresa medio-rappresentativa le due metodologie conducono al medesimo risultato:

A) Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso risk-free:

Cost of equity = coe =  $R_f$ - titoli di stato italiani a 10 anni +  $\beta$ verso indice di borsa italiano x ERP<sub>valore normale di lungo periodo (unconditional)</sub>

$R_f$  = media ad un anno del rendimento dei titoli di stato decennali italiani (1.01.2010-31.12.2011) = 5,31%

$\beta$  = coefficiente beta calcolato verso indice domestico = 1 (per ipotesi)

ERP = premio normale di lungo periodo = 5% (per ipotesi)

Da cui il cost of equity per una società con beta unitario è pari a:

Cost of equity = coe =  $R_f + \beta \times ERP = 5,3\% + 1 \times 5\% = 10,3\%$

B) Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel premio per il rischio:

Cost of equity = coe =  $R_f$ - IRS scadenza 10 anni +  $\beta$ verso indice di borsa Stoxx 600 x ERP<sub>considera una maggiorazione rispetto all’ERP normale di lungo periodo (conditional)</sub>

$R_f$  = media ad un anno dell’IRS decennale (1.01.2010-31.12.2011) = 3,1%

$\beta$  = coefficiente beta calcolato verso indice europeo = 1,2 (per ipotesi)

ERP = premio normale di lungo periodo = 6% (per ipotesi)

Da cui il cost of equity per una società con beta unitario è pari a:

Cost of equity =  $coe = R_f + \beta \times ERP = 3,1\% + 1,2 \times 6\% = 10,3\%$

13.3.5. Nella scelta del metodo da usare per catturare il rischio paese nel calcolo del costo dei mezzi propri è opportuno considerare che i due metodi, pur nella loro validità, non conducono agli stessi risultati nel caso di imprese con beta diverso (superiore o inferiore) dall'unità. In particolare:

a) per le imprese con coefficiente beta superiore all'unità (elevato rischio sistematico) normalmente vale la relazione: costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso risk-free < costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel premio per il rischio;

b) per le imprese con coefficiente beta inferiore all'unità (contenuto rischio sistematico) normalmente vale la relazione: costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso risk-free > costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel premio per il rischio.

Pertanto la scelta del metodo più appropriato richiede un giudizio da fondare sugli specifici fatti e circostanze. Vi possono essere casi nei quali la scelta del tasso privo di rischio, del coefficiente beta e dell'*equity risk premium* prendono a riferimento mercati finanziari diversi, purché i risultati siano ragionevoli.

13.3.6. Ai fini del calcolo del coefficiente beta può essere opportuno in caso di rilevanti scostamenti di natura sistematica fra flussi di budget/piano e flussi *actual*, accorciare il periodo di stima del coefficiente beta, ad esempio riferendosi all'ultimo anno, e aumentare la frequenza dei rendimenti utilizzando rendimenti giornalieri, anziché rendimenti mensili o settimanali. Nell'accorciare l'orizzonte di riferimento (ad esempio un anno, in luogo di cinque anni) e la cadenza dei rendimenti (ad esempio giornalieri anziché mensili) occorre considerare il fatto che – di norma – titoli a più ridotta capitalizzazione evidenziano coefficienti beta più contenuti al diminuire dell'orizzonte di rendimento (giornaliero vs. settimanale vs. mensile). E' pertanto opportuno per questi titoli procedere al calcolo dei c.d. *sum beta*<sup>82</sup>.

13.3.7. Il coefficiente beta può essere ricavato sulla base del beta *unlevered* medio di un gruppo di società comparabili, dopo averlo riespresso in forma *levered* sulla base di una struttura finanziaria obiettivo. In questi casi occorre considerare se il coefficiente beta così calcolato sia appropriato per la specifica impresa, considerati gli scostamenti (negativi) di natura sistematica fra dati di budget/piano e dati di consuntivo eventualmente registrati dall'entità. A questi fini è sempre opportuno effettuare un confronto fra il coefficiente beta effettivo ricavato dai comparabili con il coefficiente beta della specifica società.

13.3.8. Il costo del debito normalmente è calcolato per somma di due componenti: il tasso di riferimento e il *credit spread*. Anche in questo caso è sconsigliato far uso di medie superiori ad un anno. Nella stima del *credit spread* occorre alternativamente esprimere: (a) il costo marginale di finanziamento di una impresa caratterizzata da un struttura finanziaria obiettivo; (b) il costo marginale di finanziamento della specifica

---

<sup>82</sup> Il *sum beta* è il coefficiente beta ottenuto per somma di due componenti: il coefficiente beta tradizionalmente inteso ed il coefficiente ricavato mettendo in relazione il rendimento del titolo con quello realizzato dal mercato nel periodo immediatamente precedente. Così se il beta tradizionale è calcolato su rendimenti giornalieri (0 covarianza standardizzata del rendimento giornaliero del titolo rispetto al rendimento giornaliero del mercato), il *sum beta* considera anche la covarianza standardizzata dei rendimenti giornalieri dello specifico titolo rispetto al rendimento di mercato del giorno precedente).

entità, quando il livello di indebitamento della entità è così elevato<sup>83</sup> da non rendere ragionevole l'ipotesi che l'entità possa nelle condizioni correnti raggiungere sia pur in un adeguato periodo di tempo una struttura finanziaria obiettivo.

13.3.9. Ai fini del calcolo del costo del debito riferito ad una struttura finanziaria target o obiettivo può essere opportuno fare riferimento al costo dell'indebitamento per classi di rating "investment grade" in Europa.

La tabella 8 riporta i tassi medi del 2011 (fonte Datastream) ed i relativi spread rispetto ai corrispondenti titoli tripla A (AAA) relativi a tre categorie di entità: società non finanziarie a larga capitalizzazione (*Corporate Large Cap*); banche e altri intermediari finanziari (*Financials*); altre società non finanziarie (*Corporate*).

**Tab. 8 Redemption Yield medi (1.01.2010- 30.12.2011) dei benchmark Bank of America – Merrill Lynch (BOFA-ML) sui titoli di debito corporate e financials quotati in area euro con scadenza 7-10 anni, suddivisi per classi di rating (Fonte:Datastream)**

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 Cap	3,62%	
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	AA	Corporate Large Cap	4,39%	0,77%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	A	Corporate Large Cap	4,96%	1,34%
BOFA ML - EMU CORP	7-10Y	BBB	Corporate Large Cap	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%

Per valutare quando possano ricorrere casi in cui il costo del debito della specifica entità è inferiore al rendimento dei titoli di stato di pari scadenza si riporta di seguito una tabella (tab.9) che indica il rendimento medio annuo dei titoli di stato decennali dei principali paesi europei e la rispettiva classe di rating al 30.12.2011.

**Tab.9. Redemption Yield dei benchmark decennali sui titoli di stati dei principali paesi Western Europe (fonte: Datastream)**

<sup>83</sup> Un indebitamento è tradizionalmente ritenuto elevato per rating speculative grade. In linea generale una entità presenta un eccesso di indebitamento quando, a parità di ogni altra circostanza, il c.d. interest coverage ratio (Ebit/oneri finanziari netti) è inferiore a 2,5x.

Paese	Rating	Valuta	Data Rating	Redemption Yield (Media 1 Y)
Sweden	AAA	SEK	07/08/1995	2,59%
Germania	AAA	EUR	05/12/2011	2,64%
Denmark	AAA	DKK	03/08/1995	2,82%
Netherlands	AAA	EUR	05/12/2011	2,98%
Finlandia	AAA	EUR	05/12/2011	3,03%
UK	AAA	GBP	26/10/2010	3,05%
Norway	AAA	NOK	17/03/1995	3,14%
Austria	AAA	EUR	05/12/2011	3,28%
Francia	AAA	EUR	05/12/2011	3,29%
Belgio	AA	EUR	05/12/2011	4,22%
Italy	A	EUR	05/12/2011	5,31%
Spagna	AA-	EUR	05/12/2011	5,46%
Irland	BBB+	EUR	05/12/2011	9,38%
Portugal	BBB-	EUR	05/12/2011	10,17%
Grecia	CC	EUR	27/07/2011	19,02%

Come si può constatare dalla tabella 9 il rendimento medio dei titoli di stato decennali italiani (rating A) nel 2011 è stato pari al 5,31% a fronte del rendimento inferiore dei bond per scadenza (7-10 anni) della stessa classe di rating (A) (tab. 8): *Corporate Large Cap*: 4,96%; *Financials*: 4,88%; *Corporate*: 4,95%. In generale si può comunque sostenere che le entità con un rating migliore rispetto a quello del Paese si caratterizzano per un costo del debito inferiore a quello dei titoli di stato di pari scadenza. In questi casi è necessario rendere omogeneo il calcolo del costo del debito ed il calcolo dei mezzi propri. In particolare è opportuno utilizzare la prima metodologia fra quelle descritte (calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso risk-free). Di seguito si riporta un esempio in tal senso per una ipotetica impresa non finanziaria ad ampia capitalizzazione con classe di rating AA.

#### A) Calcolo del costo dei mezzi propri con rischio paese implicito nel tasso risk-free:

Cost of equity =  $coe = R_f$  - rendimento a scadenza 10 anni dei bond AA +  $\beta$  verso indice di borsa italiano x ERP (valore normale di lungo periodo unconditional)

$R_f$  = media ad un anno del rendimento dei bond AA (1.01.2010-31.12.2011) = 4,96% (arrotondato a 5,0%)

$\beta$  = coefficiente beta calcolato verso indice domestico = 1 (per ipotesi)

ERP = premio normale di lungo periodo = 5% (per ipotesi)

Da cui il *cost of equity* per una società con beta unitario è pari a:

Cost of equity =  $coe = R_f + \beta \times ERP = 5,0\% + 1 \times 5\% = 10,0\%$

anziché pari al 10,3% come si sarebbe invece ottenuto nel caso di utilizzo del rendimento medio decennale dei titoli di stato italiani.

13.3.10. Nel caso di imprese con strutture finanziarie molto indebitate ("*speculative grade*") è opportuno riferirsi al costo marginale del debito della specifica entità. Ai fini di poter valutare la ragionevolezza di tale tasso si riportano di seguito (tab. 10) i rendimenti a scadenza (medi annui e puntuali) dei titoli *high-yield*.

**Tab. 10. Rendimenti a scadenza Indici Barclays settoriali High Yield per cui è disponibile lo yield to maturity di fonte Factset**

**BOND INDEX QUOTATI**

Fonte: FACTSET

<b>Nome</b>	<b>Rating</b>	<b>Area</b>	<b>YTM Barclays di fonte Factset (Media 1 Y)</b>	<b>YTM Barclays di fonte Factset (Puntuale al 30.12.2011)</b>
Barclays Capital High Yield (B3+/B-or >)	B-	n.d.	7,22%	7,48%
Barclays Capital US Aggregate Credit - Corporate - High Yield (BA)	BA	US	6,54%	6,70%
Barclays Capital US Aggregate Credit - Corporate - High Yield (B)	B	US	7,98%	8,40%
Barclays Capital US Aggregate Credit - Corporate - High Yield (CAA)	CAA	US	11,00%	12,47%

## 14. Analisi di coerenza dei profili di rischio dei flussi e dei tassi

### 14.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

14.1.1. Il costo del capitale non cattura i rischi di sovrastima dei flussi attesi, in conseguenza di fattori di natura non sistematica. Occorre pertanto essere consapevoli che scontare al costo del capitale flussi di risultato che esprimono la migliore stima del management, ma che non sono anche flussi medi attesi, comporta – normalmente - una sovrastima del valore d'uso. Quando l'analisi della performance storica evidenzia la presenza di rilevanti e ripetuti scostamenti negativi di natura non sistematica fra previsioni e consuntivi è opportuno:

(a) verificare che il nuovo piano sia ispirato ad una maggiore prudenza recependo le cause degli scostamenti<sup>84</sup>;

(b) valutare se il nuovo piano sia medio rappresentativo (ovvero se lo scenario più probabile sia medio rappresentativo);

(c) valutare, nel caso in cui il piano non sia medio rappresentativo, se:

- intervenire sui flussi di risultato attesi per esprimerli in forma di risultati medi attesi, mantenendo come tasso di sconto il costo del capitale;
- mantenere i flussi di piano e aumentare il costo del capitale per considerare il rischio di realizzazione del piano. Una modalità per aumentare il costo del capitale potrebbe ad esempio essere rappresentata da un modello lineare che calcola il premio per il rischio specifico sulla base del rischio totale invece che del solo rischio sistematico (c.d. total beta).

14.1.2. Un elenco non esaustivo delle principali fonti di rischio di natura non sistematica è riportato di seguito:

- Concentrazione nella base dei clienti;
- Dipendenza da risorse chiave;
- Dipendenza da fornitori chiave;
- Livello di competizione corrente o potenziale in aumento;
- Modifiche regolamentari possibili;
- Volatilità anormale dei redditi nel tempo;
- Qualità del processo di pianificazione.

Quando una o più di queste fonti di rischio sono rilevanti per l'entità chiamata ad effettuare l'*impairment test* è opportuno verificare come tali rischi sono stati considerati nelle proiezioni del management, a prescindere dagli scostamenti fra preventivi e consuntivi registrati nel passato. Ciò in quanto si tratta per lo più di rischi di natura asimmetrica. Ad esempio una società caratterizzata da una elevata concentrazione della base clienti, che nel piano (*best estimates*) prevede il mantenimento della base clienti (in quanto scenario più probabile), non considera uno scenario alternativo di parziale perdita della base clienti. Quando lo scenario più probabile esprime lo scenario più favorevole ed i possibili i scenari alternativi (come

---

<sup>84</sup> IAS36.34. "(...) La direzione aziendale deve assicurare che le ipotesi su cui si basano le attuali proiezioni di flussi finanziari siano coerenti con i risultati effettivi passati, a condizione che gli effetti successivi o di circostanze che non esistevano quando tali flussi finanziari attuali sono stati generati lo rendano appropriato.

nel nostro caso) sono tutti più sfavorevoli, i flussi di risultato medi attesi, qualunque sia la probabilità associata agli scenari sfavorevoli, sono sempre inferiori a quelli di piano.

14.1.3. Nel valutare se il costo del capitale desunto da tecniche valutative quali il CAPM richieda ulteriori rettifiche è necessario considerare anche il saggio di crescita (g) utilizzato nella stima del valore terminale. Atteso che una parte rilevante del valore d'uso è costituita dal valore terminale, il tasso che più rileva ai fini della valutazione è il tasso di capitalizzazione (tasso di attualizzazione al netto del tasso di crescita "g"). In linea di principio maggiore è il tasso di crescita, maggiore dovrebbe essere il tasso di attualizzazione.

14.1.4. Lo IAS 36.A1 richiama il fatto che il valore d'uso debba anche considerare indicatori quali la mancanza di liquidità che gli operatori di mercato rifletterebero nella misurazione dei flussi finanziari futuri che l'entità prevede di ottenere. Ciò significa che un piano che genera perdite e/o richiede nuovi aumenti di capitale e/o un aumento significativo dell'indebitamento per via della generazione di rilevanti flussi di cassa negativi richiede a parità di altre circostanze un tasso di attualizzazione superiore rispetto ad un piano che prevede la invece generazione netta di flussi di cassa.

14.1.4. In assenza di:

- (a) fonti rilevanti di rischio di natura non sistematica;
- (b) scostamenti significativi fra previsioni e consuntivi;
- (c) saggi di crescita elevati nel valore terminale (rispetto all'esperienza più recente);
- (d) rilevanti flussi di cassa negativi in alcuni anni di piano;

il costo del capitale desunto da tecniche valutative quali il CAPM non richiede di norma ulteriori rettifiche e può costituire una valida base per la stima dei flussi di risultato attesi.

#### 14.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

14.2.1. Lo IAS 36.A18 stabilisce che il costo del capitale deve essere rettificato:

*"(a) per riflettere il modo in cui il mercato valuterebbe i rischi specifici associati ai flussi finanziari stimati dell'attività e;*

*(b) per escludere i rischi che non sono pertinenti ai flussi finanziari stimati dell'attività o per i quali i flussi finanziari stimati sono stati rettificati".*

14.2.2. E' opportuno confrontare il costo del capitale stimato per la specifica entità con quello utilizzato dagli analisti che seguono il titolo (quando vi è adeguata copertura). Il confronto più appropriato è fra tassi di capitalizzazione (= tasso di attualizzazione – saggio di crescita "g") utilizzato nella stima del valore terminale, in quanto in genere il tasso di attualizzazione è funzione diretta del saggio di crescita (maggiore crescita = maggiore tasso di attualizzazione).

14.2.3. Lo IAS 36.A3 lettera (b) richiama il fatto che: *"i flussi finanziari stimati e i tassi di attualizzazione dovrebbero essere privi di distorsioni e di fattori non correlati all'attività in questione"*. Il principio si riferisce a sovrastime o sottostime dei flussi di risultato volte a introdurre effetti distorsivi nelle valutazioni.

### 14.3. Indicazioni operative

14.3.1. La tabella 11 mostra un esempio di una entità che presenta scostamenti negativi di natura non sistematica persistenti negli ultimi cinque anni e di natura sistematica solo negli anni più recenti. In media nei cinque anni considerati lo scostamento fra risultati previsti e risultati effettivi attribuibile a fattori di natura non sistematica è dell' 11% ed ai fattori di natura sistematica è del 10%.

**Tab. 11. Analisi degli scostamenti fra previsioni e dati di consuntivo ultimo quinquennio.**

Anni		-5	-4	-3	-2	-1	Media
a	previsioni (flussi rilevanti)	10	11	13	14	14	
b	dati actual (consuntivi)	9	10	10	9	10	
c	Flussi che si sarebbero previsti sulla base della conoscenza anticipata delle effettive dinamiche delle variabili macroeconomiche e macrofinanziarie	10	11	11	11	12	
d= b-a	Scostamenti assoluti	-1	-1	-3	-5	-4	
e= c-a	Scostamenti di natura sistematica	0	0	-2	-3	-2	
f = e/a	scostamenti sistematici in % dei flussi previsti	0%	0%	-15%	-21%	-14%	-10%
g=d-e	Scostamenti specifici (di natura non sistematica)	-1	-1	-1	-2	-2	
h= g/a	scostamenti specifici in percentuale del piano	-10%	-9%	-8%	-14%	-14%	-11%

Dopo una analisi degli scostamenti si giunge alla conclusione che è concreto il rischio che scostamenti negativi (sia di natura sistematica sia di natura non sistematica) possano riprodursi nel futuro e che un operatore di mercato valuterebbe questi rischi nella stima del valore recuperabile dell'entità.

14.3.2. La tabella 12 mostra il piano formulato dall'entità, relativo ai prossimi cinque anni. Dal piano è ricavata la stima del valore d'uso sulla base di un costo del capitale pari al 10% ed un saggio di crescita nel valore terminale pari al 2%. La stima del costo del capitale prescinde dagli scostamenti di natura sistematica registrati dall'entità (fa uso di un beta storico ricavato da società comparabili).

**Tab. 12. Stima del valore d'uso senza correttivi per gli scostamenti di natura sistematica e non sistematica.**

Anni	data di impairment test	1	2	3	4	5	TV
Previsioni (flussi rilevanti)		10	11	13	14	14	
scostamenti sistematici in % dei flussi previsti (media ultimi cinque anni)	-10%						
scostamenti specifici in % dei flussi previsti (media ultimi cinque anni)	-11%						
Risk free rate	5%						
Beta storico	1						
Equity risk premium	5%						
Cost of capital (CAPM)	10%						
Discount factor		0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	
g	2%						14,3
Valore attuale flussi		9,1	9,1	9,8	9,6	8,7	
Somma Valore attuale flussi		46					
TV							178,5
Valore attuale TV							111
Totale							157

14.3.3. La tabella 13 ricalcola il valore d'uso sulla base di un costo del capitale che considera gli scostamenti di natura sistematica registrati dall'entità nell'ultimo quinquennio (-10%). In particolare è stato incrementato il coefficiente beta del 10% (da 1 a 1,1) e ridotto il saggio di crescita nel valore terminale sempre del 10%.

**Tab. 13. Stima del valore d'uso con correzione in aumento del coefficiente beta e in riduzione del saggio di crescita nel valore terminale per riflettere il rischio sistematico.**

Anni	data di impairment test	data di impairment test					TV
		1	2	3	4	5	
Previsioni (flussi rilevanti)		10	11	13	14	14	
scostamenti sistematici in % dei flussi previsti (media ultimi cinque anni)	-10%						
scostamenti specifici in % dei flussi previsti (media ultimi cinque anni)	-11%						
Risk free rate	5%						
Beta adjusted (beta storico x 1,1)	1,1						
Equity risk premium	5%						
Cost of capital (CAPM)	10,5%						
Discount factor		0,905	0,819	0,741	0,671	0,607	
g	1,8%						14,3
Valore attuale flussi		9,05	9,01	9,64	9,39	8,50	
Somma Valore attuale flussi	46						
TV							163,8
Valore attuale TV	99						
Totale	145						

14.3.4. La tabella 14 ricalcola il valore d'uso sulla base di flussi di piano ridotti della stessa misura dello scostamento di natura non sistematica registrato nel corso dell'ultimo quinquennio (-11%), mantenendo il costo del capitale aggiornato per gli scostamenti di natura sistematica.

**Tab. 14. Stima del valore d'uso con correzione in diminuzione dei flussi previsti per riflettere il rischio non sistematico.**

Anni	data di impairment test	data di impairment test					TV
		1	2	3	4	5	
Previsioni (flussi rilevanti)		10	11	13	14	14	
scostamenti specifici in % dei flussi previsti (media ultimi cinque anni)	-11%						
Previsioni ridotte dell'errore di stima medio degli ultimi cinque anni (= -11%)		8,89	9,78	11,56	12,45	12,45	
Risk free rate	5%						
Beta adjusted	1,1						
Equity risk premium	5%						
Cost of capital (CAPM)	10,5%						
Discount factor		0,905	0,819	0,741	0,671	0,607	
g	1,8%						12,7
Valore attuale flussi		8,05	8,01	8,57	8,35	7,56	
Somma Valore attuale flussi	41						
TV							145,7
Valore attuale TV	88						
Totale	129						

14.3.5. La tabella 15 ricalcola il valore d'uso, mantenendo invece i flussi originari di piano e considerando il rischio di natura non sistematica nel tasso di attualizzazione. Il tasso è aumentato della stessa misura degli scostamenti di natura non sistematica storicamente registrati dalla società (11%).

**Tab. 15. Stima del valore d'uso con correzione in aumento del costo del capitale per riflettere il rischio sistematico**

Anni	data di impairment						
	test	1	2	3	4	5	TV
Previsioni (flussi rilevanti)		10	11	13	14	14	
scostamenti specifici in % dei flussi previsti (media ultimi cinque anni)	-11%						
Risk free rate	5%						
Beta adjusted	1						
Equity risk premium	5%						
Cost of capital (CAPM)	10,5%						
Addendo al costo del capitale = cost of capital x 11% (= scostamento specifico medio)	1,2%						
Tasso di attualizzazione corretto per il rischio non sistematico	11,7%						
Discount factor		0,896	0,802	0,718	0,643	0,576	
g	1,8%						14,3
Valore attuale flussi		8,96	8,82	9,34	9,01	8,07	
Somma Valore attuale flussi	44						
TV							144,6
Valore attuale TV	83						
Totale	<u>128</u>						

Come si può facilmente rilevare dal confronto con la tabella 14 la riduzione di valore attraverso l'incremento del tasso di attualizzazione di una misura percentuale corrispondente allo scostamento (di natura non sistematica) storicamente registrato fra previsioni consuntivi consente di ottenere un risultato molto simile a quello che si otterrebbe con la riduzione diretta dei flussi. Ciò nonostante questo risultato è funzione di come si distribuiscono i flussi nel tempo. Per questa ragione – quando è possibile – la rettifica in riduzione dei flussi (attraverso una maggiore prudenza nella formulazione del piano o nella traduzione dei flussi di piano in flussi media attesi) è sempre la via preferibile.

14.3.6. Una metodologia utilizzabile nel caso in cui si opti comunque per la maggiorazione del tasso di attualizzazione potrebbe consistere nel far uso della formula base del CAPM, ma con l'impiego dei cc.dd. *total beta*<sup>85</sup>. Ne consegue un premio per il rischio specifico incorporato nel tasso di attualizzazione che produce una maggiorazione del tasso *risk free* proporzionale al rischio totale, invece che al solo rischio sistematico. Benchè di facile applicazione e oggettiva nelle sue determinanti questa tecnica non sempre rappresenta il miglior criterio per considerare il rischio non sistematico nel tasso di attualizzazione<sup>86</sup>. Per questa ragione si suggerisce comunque – quando possibile – di intervenire sui flussi di risultato.

14.3.6. La tabella 16 evidenzia gli effetti delle diverse correzioni applicate per considerare gli scostamenti complessivi. La tabella permette di mostrare come le rettifiche apportate al valore d'uso – comunque calcolate - percentualmente sono inferiori gli scostamenti nei flussi rilevati nel passato.

<sup>85</sup> Si tratta di maggiorare il beta di una quantità pari a  $\Delta = \frac{\sigma \times (1 - \rho)}{\sigma_M}$  dove  $\sigma$  la volatilità dell'asset,  $\sigma_M$  è la volatilità del portafoglio di mercato e  $\rho$  è il coefficiente di correlazione fra il rendimento dell'asset ed il rendimento del portafoglio di mercato

<sup>86</sup> In altri casi si può ad esempio fare riferimento a premi per il rischio che considerano il rischio proprio di imprese di piccola dimensione (*small company risk premium*)

**Tab. 16. Sintesi dei risultati delle correzioni per considerare gli scostamenti di natura sistematica e non sistematica**

		Valore d'uso
a	Stima che non considera i fattori di rischio legali scostamenti (valore ante rettifiche)	157
b	Stima che considera i soli fattori di rischio di natura sistematica (beta e g)	145
c	Stima che considera anche i fattori di rischio di natura non sistematica (nei flussi)	129
d	Stima che considera anche i fattori di rischio di natura non sistematica (nel tasso )	128
	Riduzione di valore d'uso rispetto alla situazione ante rettifiche	
e= b-a	Riduzione per rischio sistematico	-12
f=-b c	Ulteriore riduzione per rischio non sistematico (nei flussi)	-16
g = d-b	Ulteriore riduzione per rischio non sistematico (nei flussi)	-17
h = e+f	Riduzione complessiva (con rischio non sistematico nei flussi)	-28,07
i = e+g	Riduzione complessiva (con rischio non sistematico nel tasso)	-29,51
l = h/a	Riduzione complessiva (con rischio non sistematico nei flussi) in %	-18%
m =i/a	Riduzione complessiva (con rischio non sistematico nel tasso) in %	-19%

## 15. Verifica di ragionevolezza complessiva dei risultati

### 15.1. Problematicità emerse a seguito della crisi

15.1.1. L'*impairment test* di secondo livello è richiesto dallo IAS 36 in presenza di costi e/o di attività non allocate alle CGU<sup>87</sup>. Questo *Discussion Paper* consiglia di calcolare il valore recuperabile dell'entità nel suo complesso anche nei casi in cui i costi e le attività siano integralmente allocati alle CGU, quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al patrimonio netto contabile di riferimento<sup>88</sup>. Ciò per offrire una ulteriore base informativa utile ad apprezzare la ragionevolezza del valore recuperabile stimato.

15.1.2. La stima del valore recuperabile a livello di entità nel suo complesso quando non richiesta dallo IAS 36 non può comunque mai essere assunta a riferimento per la determinazione dell'*impairment loss* da rilevare in bilancio. Ciò in quanto lo IAS 36 non richiede un secondo livello di *impairment* quando non ne ricorrano le condizioni prescritte (assenza di allocazione integrale dei costi e delle attività). In questo senso la stima del valore recuperabile a livello di entità nel suo complesso, va piuttosto intesa come strumento per assolvere l'analisi richiesta dallo IAS 36.12 lettera (b)<sup>89</sup>.

15.1.3. Le modalità attraverso cui possono essere realizzate le stime a livello di entità nel suo complesso sono molteplici. I profili che permettono di distinguere i diversi approcci sono principalmente quattro:

a) valutazioni per somma di parti o valutazioni che considerano l'entità come un'unica entità generatrice di flussi di cassa;

b) valutazioni che adottano gli stessi criteri o adottano diversi criteri di valutazione

---

<sup>87</sup> IAS 36.102 "Nel verificare se un'entità generatrice di flussi finanziari ha subito una perdita per riduzione di valore, l'entità deve identificare tutti i beni destinati ad attività ausiliarie e comuni che fanno riferimento all'unità generatrice di flussi finanziari in oggetto. Se una parte del valore contabile di un tale bene:

- (a) Può essere allocata secondo un criterio ragionevole e coerente a tale unità, l'entità deve confrontare il valore contabile dell'unità, inclusa la parte del valore contabile del bene destinato ad attività ausiliarie e comuni allocata all'unità, con il relativo valore recuperabile. Qualunque perdita per riduzione di valore deve essere rilevata secondo quanto previsto dal paragrafo 104;
- (b) Non può essere allocata secondo un criterio ragionevole e coerente a tale unità, l'entità deve:
  - (i) Confrontare il valore contabile dell'unità, escluso il bene destinato ad attività ausiliarie e comuni, con il suo valore recuperabile e rilevare qualunque perdita per riduzione di valore secondo quanto previsto dal paragrafo 104;
  - (ii) Identificare il più piccolo gruppo di unità generatrici di flussi finanziari che includa l'unità generatrice di flussi finanziari in questione e a cui una parte del valore contabile del bene destinato ad attività ausiliarie e comuni può essere allocato secondo un criterio ragionevole e coerente; e
  - (iii) Confrontare il valore contabile di tale gruppo di unità generatrici di flussi finanziari inclusa la parte del valore contabile del bene destinato ad attività ausiliarie e comuni allocati a tale gruppo di unità, con il valore recuperabile del gruppo di unità. Qualunque perdita per riduzione di valore deve essere rilevata secondo quanto previsto dal paragrafo 104."

Dal disposto dello IAS 36.102 si comprende che una entità potrebbe avere più di due livelli di *impairment test*, quando ad esempio, essendo strutturata su più livelli (holding, subholding, società operative) disponga contemporaneamente:

- a) di più CGU o gruppi di CGU cui è allocato avviamento per ciascun segmento operativo;
- b) di costi non allocati e *corporate assets* a livello di segmento operativo;
- c) di costi non allocati e *corporate assets* a livello di funzioni centrali di holding.

In questo caso: l'*impairment test* di primo livello, riguarda le CGU o i gruppi di CGU cui è allocato avviamento; l'*impairment test* di secondo livello tutto il segmento operativo (includendo anche le CGU cui non è allocato *goodwill*) ed i costi non allocati e i *corporate assets* di segmento operativo; l'*impairment test* di terzo livello, l'entità nel suo insieme.

<sup>88</sup> La presenza di un fattore di presunzione di *impairment* esterno o interno richiede una verifica di *impairment test* anche sulle unità che non comprendono avviamento. IAS 36.IE69 "L'entità M ha tre unità generatrici di flussi finanziari: A, B, e C. I valori contabili di tali unità non comprendono l'avviamento. Si verificano cambiamenti sfavorevoli nell'ambiente tecnologico in cui M opera. Perciò, M effettua le verifiche della riduzione di valore per tutte e tre le unità generatrici di flussi finanziari (...)" (sottolineato nostro).

<sup>89</sup> Documento Banca d'Italia/Consob/Isvap n. 4 del 3 marzo 2010. Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS: "Ulteriore aspetto che occorre sottolineare è la necessità che gli amministratori svolgano adeguate considerazioni in ordine all'esistenza di segnali esogeni di perdita di valore, quali, ad esempio, quelli espressi dal mercato finanziario, come la presenza di una capitalizzazione di mercato della società significativamente inferiore al patrimonio netto contabile. In tale ambito gli amministratori devono ricercare le ragioni delle eventuali differenze che potrebbero emergere tra le valutazioni "esterne" e il risultato al quale giunge la procedura di *impairment*. Tale analisi – richiesta dallo IAS 36, par. 12, lettera (d) – deve essere compiutamente documentata nell'ambito di tale procedura". (sottolineato nostro). Pag. 4.

b) valutazioni *asset side* o valutazioni *equity side*;

c) fra le valutazioni *equity side*: valutazioni che adottano la prospettiva del gruppo (senza *grossing-up* del *goodwill*) e valutazioni che adottano la prospettiva dell'entità (con *grossing-up* del *goodwill*).

In un periodo di crisi può accadere che l'entità ritenga opportuno modificare il criterio con cui ha effettuato nel passato l'*impairment test* di secondo livello. Tale opportunità è valutata anche in relazione alla base informativa a supporto del nuovo criterio di stima utilizzato ed alla rilevanza delle nuove *assumption* che è necessario introdurre.

15.1.4. In periodo di crisi, sono acute le cause delle differenze fra valore recuperabile e capitalizzazione di borsa. Basti considerare i diversi orizzonti temporali di investimento nella prospettiva dell'azionista di controllo e dell'azionista di controllo, la diversa rilevanza della struttura finanziaria effettiva, l'accentuarsi degli sconti rispetto al NAV delle entità diversificate e/o dei gruppi complessi, etc. E' pertanto naturale identificare una differenza non spiegata fra le due configurazioni di valore. Tale differenza dovrebbe tuttavia essere di natura transitoria. E' ragionevole che all'ampliarsi nel corso dell'esercizio di quella differenza si proceda a ripetere l'*impairment test* in corso d'anno almeno su base semestrale.

## 15.2. Presupposti logici per affrontare le problematiche

15.2.1. Le finalità della stima del valore dell'entità nel suo complesso consistono:

a) nel verificare la recuperabilità del valore contabile dell'insieme delle CGU (inclusive delle CGU cui non è allocato avviamento) e delle attività (inclusi i c.d. *surplus asset*) dell'entità;

b) nel considerare nella valutazione tutte le attività, anche quelle escluse ai fini dell'*impairment test* di primo livello (per esempio perché ritenute non coerenti con il criterio con cui è determinato il valore recuperabile dell'unità di primo livello<sup>90</sup>);

c) nel fornire una base informativa per valutare la ragionevolezza della stima del valore recuperabile, tenuto conto delle evidenze esterne.

15.2.3. Ciò che distingue la valutazione dell'entità nel suo complesso dall'*impairment test* di primo livello è la *unit of account*, cioè l'aggregato contabile del quale verificare la recuperabilità. La *unit of account* non coincide con la *unit of valuation* e pertanto l'*impairment test* di secondo livello può essere assolto anche con valutazioni per somma di parti. Laddove non sia stimabile affidabilmente il valore d'uso di una parte e/o sia preferibile stimarne il *fair value*, l'*impairment test* di secondo livello può essere assolto facendo riferimento per alcune parti al *fair value* e per altre al valore d'uso. Può essere consentito solo per alcune attività non materiali l'uso del valore contabile quando è ragionevole che il valore recuperabile sia comunque superiore al valore contabile.

15.2.4. La valutazione dell'entità nel suo complesso non deve necessariamente fondarsi sugli stessi criteri utilizzati per valutare le singole CGU al primo livello di *impairment*, tuttavia è opportuno fornire l'evidenza della completezza dell'analisi (nel senso di aver considerato tutte le attività e tutti i flussi di risultato da esse attesi) senza esclusione di alcuna attività e o flusso in uscita e/o senza duplicazione di flussi.

## 15.3. Indicazioni operative

---

<sup>90</sup> IAS 36.75. "Il valore contabile di un'entità generatrice di flussi finanziari deve essere determinato in maniera coerente con il criterio con cui è determinato il valore recuperabile dell'unità generatrice di flussi finanziari"

15.3.1. La valutazione dell'entità nel suo complesso per somma di parti. La valutazione dell'entità è normalmente svolta per somma di parti quando sussistono una o più delle seguenti condizioni:

- (a) i business sono diversi fra loro per profilo di rischio e/o prospettive di crescita e/o valuta di riferimento;
- (b) la verifica di recuperabilità del valore delle CGU (o gruppi di CGU) cui è allocato avviamento al primo livello di *impairment test* ha fatto uso per talune CGU del *fair value* e per altre del valore d'uso.

La valutazione dell'entità quando è effettuata per somma di parti, prevede la somma dei valori recuperabili delle entità già considerate al primo livello di *impairment*, oltre alla valutazione delle attività e dei costi non allocati. Ciò comporta in particolare la stima del valore attuale dei costi corporate (non allocati). Il valore attuale dei costi *corporate* (non allocati alle CGU) è un minuendo che va a ridurre il valore complessivo dell'entità e può essere stimato in forma *pre-tax* (utilizzando flussi ante deduzione fiscale ed un tasso di attualizzazione ante imposte) ed in forma *post-tax* (utilizzando flussi defiscalizzati ed un tasso di attualizzazione in forma *post-tax*). Le proiezioni dei costi *corporate* dovrebbero essere coerenti con la prospettiva di valutazione dell'entità (normalmente a vita definita) e far uso di flussi coerenti con la PFI utilizzata ai fini di *impairment test* di primo livello (piano o flussi medi attesi o ponderati per la probabilità di scenario) sia in termini di orizzonte di previsione esplicita sia in termini di crescita (oltre l'orizzonte di previsione esplicita). Il tasso di attualizzazione deve essere coerente con quello utilizzato per le altre CGU.

15.3.2. La valutazione dell'entità nel suo complesso attraverso la valutazione dell'entità come unica entità generatrice di flussi di cassa. E' questo il caso in cui l'entità è considerata come un unico soggetto ed i flussi di risultato si riferiscono all'intera unità. La valutazione in questo caso deve tenere conto:

- a) nel tasso di attualizzazione: del tasso medio ponderato delle unità di business considerate, fatto salvo il caso in cui sia possibile stimare più facilmente il costo del capitale riferito all'intera unità oppure vi siano evidenze esterne di tale costo del capitale (ad esempio nel caso di società quotate con adeguata copertura di analisti, il tasso di attualizzazione può essere desunto dalle valutazioni compiute dagli analisti quando anche questi non fanno uso di valutazioni per somma di parti);
- b) nel saggio di crescita del valore terminale: della media ponderata dei saggi di crescita delle diverse unità di business e dei reinvestimenti (o *capex*) necessari a garantire la crescita coerenti con le ipotesi formulate al primo livello di *impairment*.

Non necessariamente il criterio di valutazione applicato al secondo livello di *impairment test* deve essere eguale al criterio utilizzato in sede di valutazione delle CGU o gruppi di CGU cui è allocato avviamento. Il criterio può essere diverso, ancorché coerente in termini di: flussi, tassi di attualizzazione e saggio di crescita nel valore terminale.

Il criterio di valutazione applicato all'entità nel suo complesso può assumere la prospettiva *equity side*, anche quando al primo livello di *impairment test* è stato adottato un approccio *asset side*. Anche in questo caso occorre garantire coerenza in termini di: flussi, tassi di attualizzazione e tassi di crescita nel valore terminale.

Nel caso di valutazioni *equity side* la valutazione dell'entità nel suo complesso può essere svolta anche adottando la prospettiva del gruppo anziché quella dell'entità. In questi casi i flussi di risultato netti considerano solo la quota gruppo e sono confrontati con il patrimonio netto di gruppo (con esclusione del patrimonio di terzi).

15.3.3. La traduzione del valore recuperabile in valore per azione ordinaria richiede:

(a) nel caso in cui le valutazioni siano *asset side*: la sottrazione dal valore recuperabile delle passività aventi natura finanziaria e del patrimonio di terzi. Sia le passività finanziarie sia le minoranze andrebbero espresse a *fair value*: tuttavia possono esservi fatti e circostanze che rendono arbitraria o non significativa tale stima;

(b) nel caso le valutazioni siano *equity side* e considerino l'entità nel suo complesso: la sottrazione del patrimonio di terzi. Anche in questo caso le minoranze andrebbero espresse a *fair value*: tuttavia possono esservi fatti e circostanze che rendono arbitraria o non significativa tale stima;

in tutti i casi, poi, è necessario considerare:

- le azioni ordinarie in circolazione (= azioni emesse al netto delle azioni proprie in portafoglio);
- gli effetti potenzialmente diluitivi di strumenti convertibili (obbligazioni convertibili, *warrant, stock options*);
- le azioni di altre categorie eventualmente in circolazione (rese equivalenti alle azioni ordinarie sulla base dello sconto o premio implicito nella loro quotazione rispetto alla quotazione delle azioni ordinarie. Anche per il calcolo dello sconto sarebbe opportuno fare riferimento ad una media non superiore ad un anno).