

Dipartimento di impresa e management

Cattedra di Valutazioni d'azienda

L'IMPAIRMENT TEST DELL'AVVIAMENTO NEL SETTORE BANCARIO

Relatore:

Prof. Mauro Romano

Candidato:

Gaetano Citro

Matricola 648251

Correlatore:

Prof. Mario Comana

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

L'impairment test dell'avviamento nel settore bancario

Indice

Introduzione	2
Capitolo I – L'impairment test dell'avviamento	4
1.1 La definizione di impresa e di bene intangibile secondo le principali fonti nazionali ed internazionali	4
1.2 Il trattamento contabile dei beni intangibili e l'influenza delle principali variabili di governance sulle valutazioni degli intangibles.....	7
1.3 Il trattamento contabile degli intangibles secondo i principi contabili internazionali	9
1.4 La definizione di "avviamento" secondo le principali teorie europee.....	12
1.5 I principali orientamenti europei in materia di contabilizzazione dell'avviamento: la scelta del legislatore italiano.....	15
1.6 La contabilizzazione dell'avviamento secondo le normative inglesi, americane ed internazionali	18
1.7 L'impairment test dell'avviamento secondo le principali norme in ambito internazionale	25
1.8 L'analisi preliminare degli indicatori di impairment	30
1.9 Gli effetti dell'attuale crisi finanziaria sull'impairment test dell'avviamento.....	33
Capitolo II – L'impairment test dell'avviamento nel settore bancario	38
2.1 L'attività bancaria: dalla raccolta agli strumenti di finanziamento più avanzati	38
2.2 Il bilancio bancario secondo il Decreto Legislativo N.87 del 27 gennaio 1992	41
2.3 Il nuovo bilancio delle banche secondo i principi contabili internazionali	44
2.4 Il Patrimonio Netto nelle banche: le nuove disposizioni secondo Basilea 3.....	52
2.5 L'avviamento nel bilancio della banca: il trattamento contabile secondo il contesto italiano e internazionale	66
2.6 L'impairment test dell'avviamento nel settore bancario: le principali problematiche ...	73
Capitolo III – Le valutazioni per l'impairment test dell'avviamento nel settore bancario .	76
3.1 Il valore economico del capitale: le principali configurazioni	76
3.2 Le metodologie di stima del valore economico: approcci e variabili fondamentali	82
3.3 I principali metodi diretti ed indiretti per la stima del capitale economico	86
3.4 La stima del valore economico del capitale delle banche	94
Capitolo IV – Evidenze empiriche ed effetti sulle politiche di dividendo	106
4.1 La scelta del campione e la disclosure sulle variabili significative: focus sul tasso di interesse, la formazione delle CGU e sul Terminal Value	106
4.2 L'analisi di bilancio delle banche presenti nel campione.....	113
4.3 Impatti sulla gestione delle banche soggette ad impairment test: la politica di dividendo	125
Conclusioni	127
Bibliografia	128
Documenti contabili consultati	140

Introduzione

Il presente elaborato assume come obiettivo lo studio dell'evoluzione del valore dell'avviamento nel settore bancario. Nei vari capitoli, si analizzerà in parallelo la realtà italiana e quella internazionale, sia per quanto riguarda la definizione dell'avviamento, sia per il trattamento contabile ad esso riservato. Si formuleranno, infine, delle ipotesi sulla correlazione esistente tra *impairment loss* e politica di dividendo nelle banche. Le motivazioni che hanno portato alla scelta di questo argomento sono state dettate dalla volontà di arricchire il percorso di studi, finora focalizzati sul settore industriale, al fine di ottenere, unitamente alle recenti esperienze lavorative, un bagaglio di conoscenze piuttosto differenziato.

L'elaborato è composto di quattro capitoli, seguiti da considerazioni conclusive. Il primo capitolo introdurrà una definizione di azienda nel suo complesso, considerando anche le risorse e le competenze utilizzate nel suo operare, si fornirà una definizione di bene intangibile, si descriveranno i principali trattamenti contabili riservati agli intangibili secondo la normativa italiana ed europea e si esporranno le principali teorie internazionali sulla definizione di avviamento e la sua contabilizzazione. In conclusione di capitolo, si introdurrà il concetto di *impairment test* dell'avviamento, si analizzerà il rapporto dell'*impairment test* con l'ammortamento degli intangibili, verrà enfatizzata l'importanza dell'analisi preliminare degli indicatori di *impairment* e si chiuderà illustrando gli effetti dell'attuale crisi finanziaria sull'*impairment test* dell'avviamento.

Nel secondo capitolo si fornirà una breve descrizione dell'attività bancaria e degli strumenti in possesso agli istituti di credito per raccogliere risorse presso terzi. Prima di descrivere le peculiarità dell'*impairment test* dell'avviamento nel settore bancario, si descriverà la struttura dei principali documenti costituenti il bilancio d'esercizio nel suo evolversi, a partire dal Decreto Legislativo del 27 gennaio 1992, fino alle recenti norme emanate dallo IASB. Successivamente ci si focalizzerà sull'importanza del Patrimonio Netto nel settore bancario e sulle direttive fornite dal comitato di Basilea, a partire dall'accordo di Basilea 1, fino all'approvazione

ultima dell'accordo di Basilea 3 tramite la circolare di Banca d'Italia. Infine si evidenzieranno le peculiarità dell'avviamento nel bilancio delle banche ed il suo trattamento contabile nel contesto italiano e internazionale. Si concluderà esponendo le principali criticità legate al processo di *impairment* dell'avviamento nel settore descritto.

In apertura del terzo capitolo, sarà effettuata una panoramica sul significato del valore economico del capitale di un'azienda e sulle varie configurazioni dello stesso. Tali configurazioni saranno utili per porre le basi per una trattativa tra le parti, in sede di cessione di azienda o di un suo ramo. Verranno poi esposte le grandezze fondamentali del processo di stima del valore economico del capitale e tutti i metodi diretti ed indiretti riconosciuti in dottrina. Infine si analizzeranno le peculiarità dei metodi diretti ed indiretti, tipiche del settore bancario, evidenziando i principali metodi di stima del valore recuperabile in sede di *impairment test* dell'avviamento.

Nell'ultimo capitolo si proporrà un'analisi empirica, basata su un campione di quindici gruppi bancari italiani, designati dalla BCE per l'*Asset Quality Review*, con la quale si vorrà dimostrare la correlazione esistente tra il risultato dell'*impairment test* dell'avviamento e la politica di dividendo. Per far ciò si analizzeranno i bilanci consolidati degli ultimi cinque esercizi dei vari gruppi bancari e si estrarranno in particolare quattro voci: l'avviamento, l'*impairment loss* relativo all'avviamento, il risultato d'esercizio al netto delle imposte e il dividendo pagato.

Nelle conclusioni verranno commentati i risultati dell'analisi empirica e si fornirà una risposta all'ipotesi di correlazione tra l'*impairment loss* dell'avviamento e la politica di dividendo.

Capitolo I – L'*impairment test* dell'avviamento

Sommario: - 1.1 La definizione d'impresa e di bene intangibile secondo le principali fonti nazionali e internazionali; - 1.2 Il trattamento contabile dei beni intangibili e l'influenza delle principali variabili di *governance* sulle valutazioni degli *intangibles*; - 1.3 Il trattamento contabile degli *intangibles* secondo i principi contabili internazionali; - 1.4 La definizione di "avviamento" secondo le principali teorie europee; - 1.5 I principali orientamenti europei in materia di contabilizzazione dell'avviamento: la scelta del legislatore italiano; - 1.6 La contabilizzazione dell'avviamento secondo le normative inglesi ed americane; - 1.7 L'*impairment test* dell'avviamento secondo le principali norme nazionali ed internazionali; - 1.8 L'analisi preliminare degli indicatori di *impairment*; - 1.9 Gli effetti dell'attuale crisi finanziaria sull'*impairment test* dell'avviamento.

1.1 La definizione di impresa e di bene intangibile secondo le principali fonti nazionali ed internazionali

Molti studiosi, nel corso degli anni, hanno fornito una definizione di azienda. Tra le tante, quella più chiara e completa è la definizione fornita dallo Zappa, il quale afferma che: *"L'azienda è quell'istituto economico atto a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, compone e svolge in continua coordinazione, la produzione o l'acquisizione e il consumo della ricchezza"*¹. Da questa definizione si evincono tre caratteri principali, intorno ai quali ruota tutto il pensiero zappiano:

- la qualifica di "istituto", dovuta alla complessa natura dell'azienda data dalla risultante tra la componente personale, quella reale e quella organizzativa;
- il carattere "economico" e "duraturo";
- il fine ultimo del soddisfacimento, in modo diretto o indiretto, dei bisogni umani.

¹ G. Zappa: *"Le produzioni nell'economia delle imprese"*, Tomo Primo, Giuffrè, 1956. A riguardo si veda anche: P. Onida: *"L'azienda è un complesso economico che sotto il nome di un soggetto giuridico (titolare) ed il controllo di un soggetto economico ha vita in un sistema continuamente rinnovantesi e mutevole di operazioni attuabili mercè una duratura, sebbene rigida, organizzazione del lavoro, per la soddisfazione di bisogni umani, in quanto questa richieda produzione o acquisizione e consumo di beni economici"*, *"L'azienda. Fondamentali problemi della sua efficienza"*, in «Rivista dei dottori commercialisti», n. 6, 1954. Ancora sull'argomento si veda E. Giannessi *"Le aziende di produzione originaria, le aziende agricole"*, Pisa, 1960; oppure F. Besta *"La ragioneria"* Parte prima, "Ragioneria generale", Vol. I, Vallardi, 1920.

La natura di “istituto economico” spinge l’azienda ad operare delle scelte, anche dal punto di vista della sua operatività e finalizzate al soddisfacimento dei bisogni umani, circa l’utilizzo delle risorse scarse in suo possesso. Tali risorse possono essere suddivise in due principali categorie:

- tangibili, ossia materiali, quali immobili, impianti o macchinari, solitamente non risulta difficile reperire beni di questo genere, perciò la loro capacità di generare vantaggi competitivi risulta ridotta, in quanto questi sono facilmente imitabili dai *competitors*;
- intangibili, come l’immagine, la fidelizzazione dei clienti, il *market share*, il *know-how*, le competenze in materia di *marketing*, l’organizzazione dell’impresa, i *software* e i brevetti. Queste risorse non possono essere imitate molto facilmente perciò vengono poste alla base delle strategie competitive aziendali².

Un altro filone di pensiero di recente diffusione è quello secondo il quale il complesso dei beni intangibili costituisca sempre più la principale fonte di plusvalore per l’impresa, sia dal punto di vista meramente economico, che dal punto di vista strategico. Infatti, si ritiene che il ruolo del patrimonio intangibile dell’impresa nella definizione delle strategie vincenti, in particolari contesti, sia fondamentale per ottenere un’ottima interazione con l’ambiente circostante e per un proficuo sfruttamento delle opportunità da questo offerte³.

Per bene intangibile, come viene spiegato nei principi contabili internazionali, in accordo con le principali definizioni presenti in dottrina, si intende una risorsa non

² Per una definizione di vantaggio competitivo si veda: M. E. Porter: “*Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance*”, NY Free Press, 1985, p.3. ancora sull’argomento: P. Parini, “*Vantaggio competitivo e controllo strategico*”, Giappichelli, 1996; A. Narduzzo “*Le fonti del vantaggio competitivo*”, Franco Angeli, 2003.

³ Il patrimonio aziendale è definito come “*un particolare insieme di condizioni di produzione e di consumo, positive e negative*”. Il patrimonio aziendale “*è unità complessa e dinamica che, congiuntamente agli altri elementi della struttura aziendale (combinazioni economiche, organismo personale, assetti istituzionale, organizzativo e tecnico) caratterizza fortemente lo svolgimento delle aziende di ogni specie*”. G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, “*Lezioni di economia aziendale*”, Il Mulino, 1989, pp. 188-189. Per la definizione di patrimonio intangibile d’impresa, si veda F. Corno, “*Patrimonio intangibile e governo dell’impresa*”, Egea, 1996.

monetaria, identificabile, controllabile e priva di consistenza fisica. In particolare si distingue una risorsa intangibile da un “bene” intangibile quando:

1. il bene è oggetto di un flusso di investimenti iniziali e successivi;
2. l'utilizzo del bene nel processo produttivo genera benefici economici incrementali in termini di maggiori flussi disponibili per l'azienda;
3. i beni immateriali sono autonomamente trasferibili dal complesso aziendale in cui sono collocati⁴.

Per quanto riguarda i concetti di identificabilità e controllo lo IAS 38 suggerisce che un'attività soddisfa il criterio di identificabilità quando questa:

- a) *“è separabile, ossia capace di essere separata o scorporata dall'entità e venduta, trasferita, data in licenza, locata o scambiata, sia individualmente che insieme al relativo contratto, attività o passività; o*
- b) *deriva da diritti contrattuali o altri diritti legali indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dall'entità o da altri diritti e obbligazioni”⁵.*

Lo stesso principio spiega altresì il significato di controllo di una attività, definendolo come la possibilità in capo ad un'entità di usufruire dei benefici economici futuri riconducibili alla risorsa e di limitarne l'accesso ad altre entità. Tale possibilità può derivare da contratti o brevetti, concessioni o diritti di varia natura⁶.

⁴ M. Romano: *“L’impairment test dell’avviamento e dei beni intangibili specifici”* p.8, Giappichelli, 2004. Sempre sul concetto di bene intangibile: S. Pucci, *“I beni immateriali nel bilancio delle banche. Valutazione, informativa ed effetto sulle quotazioni”*, Giappichelli, 2013; A. Panno, *“Intangible assets. Profili economici e aspetti valutativi”*, Giappichelli, 2011.

⁵ Principio contabile internazionale (IAS) N.38, paragrafo 12, definizione di identificabilità.

⁶ *“L’entità ha il controllo di un’attività se l’entità ha il potere di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dalla risorsa in oggetto e può, inoltre, limitare l’accesso a tali benefici da parte di terzi. La capacità dell’entità di controllare i benefici economici futuri derivanti da un’attività immateriale trae origine, in genere, da diritti legali che sono tutelabili in sede giudiziale. In assenza di diritti legali, è più difficile dimostrare che esiste controllo. Tuttavia, la tutela giuridica di un diritto non è una condizione necessaria per il controllo poiché l’entità può essere in grado di controllare i benefici economici futuri in qualche altra maniera.”* IAS 38, paragrafo 13.

1.2 Il trattamento contabile dei beni intangibili e l'influenza delle principali variabili di *governance* sulle valutazioni degli *intangibles*

Dal punto di vista contabile la definizione di "attività" fornita dal *Framework* nel 2010 conferma le definizioni finora fornite solo dal punto di vista teorico dalla dottrina. Infatti, come si evince dal documento di introduzione al *reporting* finanziario, "un'attività è una risorsa controllata dall'impresa come risultato di eventi passati, dai quali si attendono benefici economici futuri per l'impresa"⁷.

Il trattamento contabile riservato ai beni intangibili dipende da differenti fattori ambientali che possono, in maniera più o meno evidente, condizionare le scelte operate dai Paesi che vogliono adeguarsi ai principi contabili internazionali⁸. Dall'analisi dei vari fattori ambientali, sono stati definiti in dottrina due principali paradigmi di *governance*: il modello anglosassone e quello renano - nipponico. Il primo modello è principalmente orientato al mercato, con un interesse rivolto esclusivamente agli azionisti delle società. Questo modello di *governance* si adatta perfettamente a quei Paesi nei quali il mercato dei capitali è molto evoluto, le società sono ad azionariato diffuso ed il loro controllo è facilmente contendibile. In questi Paesi, la fonte principale di finanziamento per le imprese è il mercato, infatti, il ruolo della struttura proprietaria è limitato al conferimento dei capitali ed alla politica di dividendo. Anche i modelli contabili sono influenzati dalle scelte fatte a livello di *governance*, infatti i Paesi che adottano il modello anglosassone tendono a privilegiare i "valori di mercato" e la performance aziendale, evidenziando il reddito prodotto ed il patrimonio di risorse gestite.

⁷ *Conceptual Framework for Financial Reporting*, Settembre 2010, IASB, pp.26-28.

⁸ Per fattori ambientali si intendono tutte quelle variabili di tipo economico, politico e sociale che definiscono l'area nella quale un'impresa opera. Diversi Autori hanno studiato il "macroambiente" nazionale, tra cui l'Onesti ne i "*Fattori ambientali e comportamenti contabili. Analisi comparata dei sistemi contabili di alcuni Paesi industrializzati*", Giappichelli, Torino, 1995, dove divideva i fattori ambientali in due principali categorie, quelli di primo grado e quelli di secondo grado, ottenendo così i valori tipici dei principali modelli di *governance* aziendale. Un altro studioso che ha affrontato l'argomento è l'Hofstede che con la sua "*Teoria sulle dimensioni culturali*", ha affermato che i principali valori culturali di un Paese, suddivisi in cinque dimensioni, possono influire sull'organizzazione e la *governance* societaria.

Nei Paesi che adottano il secondo modello di *governance*, invece, il mercato azionario non è molto trasparente e non ricopre un ruolo fondamentale nella gestione dell'impresa. Tale modello infatti pone gli istituti di credito al centro delle politiche di finanziamento aziendale e conferisce particolare rilievo agli interessi degli *stakeholders*. I tratti salienti di questo modello di *governance* sono una proprietà concentrata, raramente scalabile, l'assenza del "*market for corporate control*" ed un elevato potere della proprietà anche a livello di definizione dei piani strategici aziendali. Questi modelli di *governance* preferiscono utilizzare un approccio maggiormente prudentiale alla contabilizzazione delle poste contabili, preferendo il costo storico al valore di mercato, al fine di rappresentare il reddito distribuibile ed il patrimonio disponibile⁹.

Entrambi questi modelli hanno affrontato il problema della contabilizzazione dei beni immateriali, giungendo ad un risultato omologo, ossia la contabilizzazione degli *intangibles* acquisiti presso terzi e la non espressione in Stato Patrimoniale di tutti quelli prodotti internamente e non tutelabili tramite diritti o brevetti¹⁰. Anche in questo caso però è doveroso menzionare le differenze contabili esistenti tra i due modelli di *governance* citati, infatti nel modello anglosassone gli *intangibles* acquisiti presso una terza economia vengono contabilizzati inizialmente al costo e successivamente a valori di mercato, mentre nei modelli di derivazione continentale, viene preferito il costo storico ammortizzato (ed opportunamente svalutato in caso di perdite durevoli). Ciò porta con sé dei seri problemi di valutazione relativi alla vita utile del bene contabilizzato ed i suoi criteri di ammortamento. Nei Paesi che adottano il modello continentale, risulta cruciale definire la vita utile dell'intangibile ed i suoi criteri di ammortamento, in quanto non viene previsto alcun tipo di test sulla tenuta del valore. Inizialmente in Italia era stata definita una scadenza massima per l'ammortamento dei beni intangibili e

⁹ Circa gli studi sui modelli di corporate *governance* si veda: H. Kent Baker, R. Anderson "*Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*", cap.3 "*Corporate Governance Systems*", C. Andres, A. Betzer, M. Goergen and D. Metzger, Wiley, 2011; F. Fortuna, "*Corporate governance: Soggetti, modelli e sistemi*", Franco Angeli, 2001.

¹⁰ M. Romano: "*L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici*" op.cit, pag.16

dell'avviamento pari a cinque anni, tuttavia con le ultime riforme si è pensato di concedere la facoltà alle imprese di sottoporre ad ammortamento i beni intangibili:

- per un periodo massimo di cinque anni, relativamente ai costi di impianto e di ampliamento, per le spese di ricerca e sviluppo e per i costi di pubblicità;
- per un periodo massimo di dieci anni, per il marchio e in alcuni casi particolari per l'avviamento;
- per l'intera durata della concessione/brevetto, in caso di sottoscrizione di un accordo simile¹¹.

In questo modo viene data la possibilità alle imprese, che riescono a godere di un vantaggio competitivo per un periodo superiore ai cinque anni, di proteggere il loro plusvalore dall'appropriazione da parte di terzi. Vengono inoltre definite le regole, anche se non particolarmente stringenti, di contabilizzazione dell'ammortamento in maniera tale da ridurre lo sforzo discrezionale dei *manager* circa la gestione dei piani di ammortamento.

1.3 Il trattamento contabile degli *intangibles* secondo i principi contabili internazionali

I principi contabili internazionali introducono una netta distinzione tra i beni intangibili a vita utile definita e beni a vita utile indefinita e forniscono delle linee guida per l'individuazione della durata della stessa. Infatti, nel definire la vita utile di un bene, bisogna considerare diversi fattori, in particolare occorre osservare le peculiarità del mercato in cui si opera, la possibilità di competere con beni simili sullo stesso mercato, la possibilità di gestire i flussi di cassa derivanti dal bene, l'onerosità del bene successivamente al suo acquisto e la presenza di limiti legali all'utilizzo del bene stesso¹².

¹¹ Si veda Art. 2426 c.c. "Criteri di Valutazione"; OIC 24: "Immobilizzazioni Immateriali" par. 79-97.

¹² "Nel determinare la vita utile di un'attività immateriale sono presi in considerazione molti fattori, inclusi: (a) l'utilizzo atteso dell'attività da parte dell'entità e se l'attività possa eventualmente essere

Dalla definizione della durata della vita utile discende anche il trattamento contabile al quale vengono sottoposti i beni, infatti:

- se il bene ha vita utile definita, viene sottoposto ad ammortamento dal momento in cui risulta pienamente operativo e cessa di essere ammortizzato quando il bene viene eliminato contabilmente oppure viene ricollocato nell'attivo corrente per essere ceduto. Il metodo di ammortamento con il quale rettificare il valore del bene deve rispecchiare il reale utilizzo del bene e lo sfruttamento dei connessi benefici futuri. Lo IAS 38 dice, infine, che è possibile rivedere la durata della vita utile del bene ed il suo metodo di ammortamento almeno una volta l'anno e qualora venissero riscontrate differenze tra la vita utile stimata e quella attesa al momento della revisione del piano d'ammortamento, questo dovrà essere modificato ed adeguato alle nuove stime¹³;
- se il bene ha vita utile indefinita, non deve essere sottoposto ad ammortamento ma deve, almeno con cadenza annuale ed ogni volta che lo si ritenga necessario, essere sottoposto ad *impairment test*. Questo test si sostanzia, come specificato dallo IAS 36, in un confronto tra il valore contabile dell'intangibile ed il suo valore recuperabile, dove per valore recuperabile si intende il maggiore tra valore d'uso e valore di realizzo al netto dei costi di vendita. Se da questo confronto dovesse risultare che il valore contabile del bene sia superiore al suo valore recuperabile, bisognerà registrare una perdita di valore in Conto Economico¹⁴.

gestita efficacemente da un altro gruppo dirigente dell'impresa; (b) i cicli di vita produttiva tipici dell'attività e le informazioni pubbliche sulle stime delle vite utili di simili attività che sono utilizzate in un modo simile; (c) l'obsolescenza tecnica, tecnologica, commerciale o di altro tipo; (d) la stabilità del settore economico in cui l'attività opera e i cambiamenti di domanda nel mercato dei prodotti o servizi originati dall'attività; (e) le azioni che si suppone i concorrenti effettivi o potenziali effettueranno; (f) il livello delle spese di mantenimento necessarie per ottenere i benefici economici futuri attesi dall'attività e la capacità e l'intenzione dell'entità di raggiungere tale livello; (g) il periodo di controllo sull'attività e i limiti legali o similari all'utilizzo dell'attività, quali le scadenze dei relativi contratti di locazione; (h) se la vita utile dell'attività dipenda dalla vita utile di altre attività dell'entità." IAS 38, "Attività Immateriali", par.90

¹³ IAS 38, "Attività Immateriali", par. 88-106.

¹⁴ IAS 36, "Riduzione durevole di valore delle attività", par.7 e seguenti.

Inoltre i principi contabili internazionali, relativamente ai beni con vita utile definita, lasciano la scelta tra due modelli differenti di valutazione successiva alla rilevazione iniziale al costo:

- il modello del costo, secondo il quale il bene intangibile viene iscritto inizialmente al costo sostenuto per acquistarlo e successivamente viene decurtato della quota di ammortamento di competenza dell'esercizio e delle perdite durevoli accertate;
- il metodo della rideterminazione del valore, che permette di iscrivere inizialmente il bene al valore del costo e successivamente di adeguarlo al suo *fair value* alla data di rideterminazione del valore, al netto degli ammortamenti e delle perdite per riduzione durevole di valore accumulati¹⁵.

Il primo modello si limita a prevedere un processo di ammortamento per i beni intangibili con vita utile definita, non esponendo possibili soluzioni contabili per quei beni con vita utile indefinita. Per questo motivo, risulta più completo ed affidabile il secondo modello esposto, il quale può essere applicato a tutti i tipi di intangibile, purché siano rispettati i criteri per l'identificabilità del bene e la sua prima iscrizione in bilancio avvenga al costo sostenuto per l'acquisto. Il metodo della rideterminazione del valore presuppone, inoltre, la presenza di un mercato attivo dal quale prendere i valori da confrontare, con elevata frequenza, con il costo storico del bene immobilizzato. Ciò permetterebbe al bene di essere rappresentato, in una data di bilancio generica, al suo valore reale. Tuttavia non è ipotizzabile che esista un mercato attivo per ogni tipo di bene immateriale che l'impresa potrebbe acquisire; infatti in questi casi il prezzo pagato per il bene non rappresenta più un valido *driver* del valore dello stesso, soprattutto perché sarebbe frutto della trattativa tra le parti e non dell'effettivo valore dell'*asset* ceduto¹⁶.

¹⁵ Si veda IAS 38 "Attività Immateriali" par. 72 e seguenti.

¹⁶ "È insolito che esista un mercato attivo con le caratteristiche descritte nel paragrafo 8 per un'attività immateriale, sebbene ciò si possa verificare. Per esempio, in alcune giurisdizioni, possono esistere mercati attivi per il libero trasferimento di licenze per taxi, licenze di pesca o quote di

1. 4 La definizione di “avviamento” secondo le principali teorie europee

Un tipo particolare di “bene” intangibile è l’avviamento. Fornire una definizione esatta di avviamento non è un facile esercizio; in dottrina, infatti, è possibile identificare numerose definizioni completamente diverse tra di loro, in virtù della teoria economica alla loro base. Il problema legato alla definizione dell’avviamento non si limita alla mera descrizione ed identificazione del bene stesso, ma si estende anche all’aspetto operativo, ossia nel calcolo puntuale del valore da attribuire all’avviamento. Dal punto di vista “qualitativo”, tra le varie teorie diffuse negli anni, due in particolare hanno trovato un’ampia platea di studiosi a supportarle. La prima teoria fornisce una definizione dell’avviamento come una “*qualità od un particolare modo di essere dell’impresa*” che possa essere tradotto in un rendimento superiore alla media o superiore al minimo necessario per coprire i costi e remunerare i capitali investiti¹⁷. Questa teoria, detta del “sovrareddito o dell’extraprofitto”, vede l’avviamento come una “*condizione*”, una “*attitudine*” dell’impresa a produrre dei redditi maggiori a quelli medi del settore¹⁸. L’altra teoria vede l’avviamento come la capacità dell’impresa di creare valore, ovvero come “*la differenza tra il valore globale dell’impresa e la somma algebrica dei valori correnti*

produzione. Tuttavia, non possono esistere mercati attivi per marchi, giornali, testate giornalistiche, diritti editoriali di musica e film, brevetti o marchi di fabbrica, perché ognuna di queste attività è unica nel suo genere. Inoltre, sebbene attività immateriali siano acquistate e vendute, i contratti sono negoziati tra compratori e venditori individuali, e le transazioni sono relativamente infrequenti. Per le citate motivazioni, il prezzo pagato per un’attività potrebbe non essere evidenza sufficiente del fair value (valore equo) di un’altra attività. Inoltre, i prezzi sono spesso non disponibili al pubblico.” IAS 38 “Attività Immateriali” par. 78.

¹⁷ T. D’Ippolito, “*La valutazione delle aziende in avviamento*”, Giuffrè, 1946, pag.21.

¹⁸ Tra i principali sostenitori di questa teoria ci sono anche il Viganò che lo definisce “*qualità diffusa indistintamente nell’impresa*” (L’economia aziendale e la ragioneria. Evoluzione – Prospettive internazionali, Cedam, 1996, pag.147); lo Zappa afferma che “*L’avviamento non è che un elemento complementare del complesso economico aziendale, non è, se così si vuole, che la condizione o l’insieme di condizioni, onde un’azienda può dirsi atta a fruttare nel futuro un sopraprofitto.*” (Il reddito d’impresa, Giuffrè, 1937, pag.670); il D’Alvise invece afferma che “[...] *fino a che il lucro che si aspetta, si giudica non essere superiore alla normalità, non si parla di impresa ben avviata; se invece il lucro è superiore a quello normale dei capitali impiegati nell’ambiente in cui opera l’azienda, allora si dice che l’impresa è ben avviata*”(Principi e precetti di ragioneria per l’amministrazione economica delle aziende, Cedam, 1932, pag.100); l’Amaduzzi infine dice che l’avviamento è una “*condizione*” al ricorrere della quale l’azienda è in grado di “*produrre redditi che significhino economicamente profitti, cioè che siano superiori a quelli richiesti dal minimo della convenienza economica; superiori a quella misura che remunerer capitali, energie personali, grado di rischio economico*” (Ragioneria generale, L. Macri ed. 1948, pag.342).

*degli elementi attivi e passivi che compongono il capitale dell'impresa*¹⁹. Questo approccio vede l'avviamento come una qualità intrinseca dell'impresa che quindi non si lega ad un singolo bene, ma appartiene all'impresa come complesso²⁰. A metà strada tra queste due teorie si posiziona l'Onida, il quale tenta di fornire una definizione completa di avviamento capace di essere accettata universalmente. Per lo studioso l'avviamento può essere visto come *"un complesso di condizioni immateriali, proprie dell'azienda (ubicazione, organizzazione, qualità tecniche e morali del personale esperienza accumulata, tradizione produttiva, clientela, credito, prestigio, ecc): condizioni che concorrono a conferire alla gestione una data redditività, in funzione della quale può attribuirsi al capitale economico della stessa azienda, un valore superiore al valore del "capitale di gestione" o "di liquidazione" o del capitale comunque determinabile in un bilancio, stimando analiticamente i diversi componenti del patrimonio, distintamente valutabili"*²¹. I problemi riguardanti l'avviamento, come anticipato, non si limitano alla sua precisa definizione, ma sono legati anche alle modalità di individuazione e stima del valore dello stesso. Mentre dal punto di vista dell'individuazione dell'avviamento tutte le teorie convergono su una specifica soluzione, ossia quella di contabilizzare esclusivamente l'avviamento ottenuto tramite acquisizione di un'azienda o di un suo ramo²², per quanto riguarda la tecnica di stima del valore da attribuire a

¹⁹ L. Guatri: *"L'avviamento d'impresa. Un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno"*, Giuffrè, 1957, pag.7, sempre dello stesso autore in materia si consiglia: *"La teoria di creazione del valore"*, Egea, 1991.

²⁰ Il Besta, al riguardo, afferma che: *"l'avviamento è il valore cui l'impresa prospera ha per se stessa, indipendentemente dai beni suoi, o se vuoi il maggior valore che acquistano questi beni in quanto trovansi congiunti insieme e impiegati in modo proficuo oltre la misura normale"*, *"La ragioneria"*, Vallardi, Libro I, pag. 85, 1920.

²¹ P. Onida, *"Economia d'azienda"*, pag. 659, Utet, 1965.

²² IFRS 3 *"Business Combinations"*, paragrafi 51 e seguenti: *"L'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale rappresenta un pagamento effettuato dall'acquirente in previsione di benefici economici futuri derivanti da attività che non possono essere identificate individualmente e rilevate separatamente"*; *"Alla data di acquisizione, l'acquirente deve: (a) rilevare l'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale come attività; e (b) misurare inizialmente tale avviamento al relativo costo, in quanto costituisce l'eccedenza del costo dell'aggregazione aziendale rispetto alla quota d'interessenza dell'acquirente nel fair value (valore equo) netto delle attività, passività e passività potenziali identificabili rilevate ai sensi del paragrafo 36"*. Art.2426 cc *"Criteri di valutazioni"*, punto numero 6: *"L'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso, ove*

quest'ultimo, esistono diverse critiche di insigni Autori che non ritengono affidabile l'individuazione di un valore autonomo per l'avviamento d'impresa. Tra i vari sostenitori dell'impossibilità della valutazione autonoma dell'avviamento vi è l'Onida, il quale afferma che non è possibile giungere ad una valutazione autonoma dell'avviamento, se non in modo del tutto arbitrario, a causa della difficile individuazione dei vari fattori che, congiuntamente, definiscono la redditività aziendale²³. Per stimare, in maniera residuale, il valore dell'avviamento nel tempo si sono succeduti diversi approcci, i quali hanno perfezionato la definizione di avviamento e della relativa modalità di calcolo. Il primo approccio affermava che il valore dell'avviamento può essere individuato nella differenza tra il prezzo di negoziazione di un'impresa ed il valore economico del suo patrimonio netto contabile. Le debolezze di questo primo approccio erano evidenti in quanto non teneva conto delle possibili fluttuazioni del valore del patrimonio netto contabile negli anni, quindi venne rapidamente rimpiazzato da un secondo approccio, il quale utilizzava come sottraendo il valore del patrimonio netto contabile espresso a valori correnti, il cosiddetto "Patrimonio Netto Rettificato". Ulteriori studi hanno poi raffinato questo modello di calcolo, proponendo una diversa modalità di stima dell'avviamento, definendolo come la differenza tra il valore economico del capitale ed il valore del PNR. Questa scelta nasce a seguito di uno studio condotto da insigni Autori circa la definizione di valore economico del capitale²⁴. Quest'ultimo può differire dal prezzo al quale vengono cedute le azioni della società analizzata, a causa del potere negoziale esistente tra le parti. Un quarto ed ultimo approccio, vede l'avviamento come risultante della differenza tra il valore economico del capitale ed il patrimonio netto rettificato, nel quale devono essere inserite tutte le

esistente, del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto e deve essere ammortizzato entro un periodo di cinque anni".

²³ P. Onida: "L'avviamento nelle valutazioni di cessione o di liquidazione di azienda", Rivista Italiana di Scienze Commerciali, Novembre-Dicembre, 1949.

²⁴ Per valore economico del capitale si intende "il valore massimo assegnabile al complesso aziendale sulla base dei flussi, reddituali o finanziari attesi". G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, "La valutazione delle aziende", Giappichelli, 2001. A riguardo si veda anche L. Guatri "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto", Egea, 1994; M. Cavaliere "La determinazione del valore economico del capitale d'impresa", Giappichelli, 2010; F. Bartoli, G. Ossoli, "Valore d'impresa e valore intangibile", Franco Angeli, 2009.

voci relative ai beni intangibili propriamente detti anche se non contabilizzati²⁵. Secondo questo modello, l'avviamento racchiude il valore economico di tutti quei beni intangibili che non hanno soddisfatto i requisiti di identificabilità e/o separabilità, quindi rappresenta una sorta di voce residuale nella quale conferiscono tutti i beni che potrebbero in qualche modo influenzare la redditività dell'impresa e per i quali, nel momento dell'acquisizione di un'azienda, viene sostenuto un costo aggiuntivo.

1.5 I principali orientamenti europei in materia di contabilizzazione dell'avviamento: la scelta del legislatore italiano

Il trattamento contabile dell'avviamento, è un argomento che ha visto nascere due principali correnti di pensiero, sviluppatasi in ambito nazionale ed internazionale, incentrate principalmente sulla natura di "bene intangibile" dell'avviamento stesso. Il primo approccio non riconosce dignità di bene intangibile all'avviamento e ne prevede la sua eliminazione nell'esercizio stesso in cui viene contabilizzato; il secondo approccio lo qualifica come un *asset* e gli riserva il pieno trattamento come tale. La prima teoria, conosciuta anche con il nome di "*write-off policy*", prende spunto da quanto affermato in Gran Bretagna dallo SSAP 22, il quale permette lo storno completo dell'avviamento, nell'esercizio in cui avviene l'acquisizione d'azienda (o ramo di azienda), con contropartita l'eliminazione di una riserva di utili disponibile²⁶. Una variante di questa teoria prevede l'imputazione dell'intero avviamento a Conto Economico nell'esercizio della sua acquisizione. Dal punto di vista della rappresentazione veritiera e corretta del bilancio, entrambe le varianti di questa prima teoria non sono accettabili, poiché l'imputazione a Conto Economico dell'intero avviamento comporterebbe un risultato economico di periodo falsato, mentre l'eliminazione di una o più riserve di utili in contropartita all'avviamento

²⁵ M. Romano, "*L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici*", pag. 33, op.cit.

²⁶ Per ulteriori approfondimenti si veda SSAP 22 "*Accounting for goodwill*" par.39. Il principio contabile in questione è stato sostituito dall'FRS 10: "*Goodwill and Intangible asset*" nel 1997.

comporterebbe una stima del patrimonio aziendale inferiore al suo effettivo valore economico, limitando, nella sostanza, la capacità di finanziamento dell'impresa. Il secondo approccio, di ispirazione continentale, tratta l'avviamento come un onere pluriennale e, di conseguenza, preferisce iscriverlo tra le attività immobilizzate dell'attivo patrimoniale. Anche questo approccio suddivide la vita utile dell'avviamento in due principali configurazioni. Un primo orientamento contabile suggerisce di attribuire vita utile limitata all'avviamento, con la conseguenza di sottoporlo a regolare ammortamento lungo tutta la durata della sua vita utile (*capitalization & amortization method*); un secondo orientamento invece propone di rettificare il valore dell'avviamento esclusivamente quando si è in presenza di perdite di valore più o meno durevoli (*impairment method*).

In Italia, la definizione ed il trattamento contabile dell'avviamento sono disciplinati dal Codice Civile, all'articolo 2426, e dal Principio Contabile 24, emanato dall'OIC. L'articolo 2426 del Codice, afferma che l'avviamento deve essere sottoposto a regolare ammortamento per un periodo massimo di cinque anni, prevedendo altresì la possibilità di ammortizzarlo in un periodo superiore ai cinque anni, qualora sia possibile giustificare tale maggior durata della vita utile²⁷. L'OIC 24, nella sua versione aggiornata del 2005, arricchisce la definizione di avviamento e fornisce ulteriori informazioni circa il suo trattamento contabile. Secondo l'OIC, infatti, si parla di avviamento quando il sovrapprezzo pagato per acquisire l'impresa sia realmente riconducibile ad un suo maggior valore e non ad un "cattivo affare". Per quanto riguarda il metodo d'ammortamento dell'avviamento, l'OIC prevede un ammortamento sistematico in cinque anni, con la possibilità di estendere questo periodo ad un massimo di dieci anni. Inoltre, il citato Principio afferma che il valore dell'avviamento deve essere sottoposto ad "una rigorosa analisi del valore dell'avviamento (*impairment test*), svolgendo un'attenta ricognizione per rilevare

²⁷ Codice Civile art.2426 punto 6), "L'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso, ove esistente, del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto e deve essere ammortizzato per un periodo massimo di cinque anni. E' tuttavia consentito ammortizzare sistematicamente l'avviamento in un periodo limitato di durata superiore, purché esso non superi la durata per l'utilizzazione di questo attivo e ne sia data adeguata spiegazione in nota integrativa".

eventuali intervenuti mutamenti nei fattori e nelle variabili prese in considerazione al tempo dell'originaria rilevazione"²⁸. Infine, allontanandosi da quanto previsto per tutti gli altri tipi di beni intangibili, la Commissione per la Statuizione dei Principi Contabili afferma che non è possibile procedere al ripristino del valore dell'avviamento precedentemente svalutato (tramite *impairment test* o per perdite durevoli di valore), in quanto potrebbe essere visto come una capitalizzazione di utili attesi, in netto contrasto con il postulato della prudenza, che guida la redazione dei documenti contabili italiani. Un'altra importante novità, viene introdotta nel 2003 con la riforma del diritto societario: l'introduzione del punto 3-bis) nell'articolo 2427 del codice civile. Questo punto dell'articolo, prevede l'inserimento in nota integrativa delle *"informazioni essenziali legate all'applicazione di tale verifica annua dei valori, cioè dell'impairment test"*. In questo modo, vengono definite in maniera precisa, le regole per l'applicazione dell'*impairment test* dell'avviamento.

A partire dal 2005, in Italia, sono stati recepiti i principi contabili internazionali, i quali prevedono un'ulteriore aggiornamento della definizione di avviamento e del suo trattamento contabile. Tali principi affiancano la disciplina italiana, senza però sostituirla. La maggior parte delle società italiane, infatti, hanno la possibilità di scegliere quali principi applicare per la redazione dei propri bilanci. Il suddetto aggiornamento della definizione di avviamento, viene apportato dall'IFRS3, il quale definisce l'avviamento derivante da un'acquisizione aziendale, *"un pagamento effettuato dall'acquirente in previsione di benefici economici futuri derivanti da attività che non possono essere identificate individualmente e rilevate separatamente"*²⁹. Sempre l'IFRS3 disciplina il successivo trattamento dell'avviamento, acquisito tramite *Business Combination*, affermando che questo deve essere sottoposto esclusivamente ad *impairment test*, come definito dallo IAS 36³⁰.

²⁸ M. Romano: *"L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici"* op.cit. pag 50.

²⁹ IFRS3: *"Business Combinations"* punto 52, sezione *"Avviamento"*. Il principio continua al punto 53 dicendo: *"[omissis.] l'avviamento è valutato come costo residuo dell'aggregazione aziendale dopo la rilevazione delle attività, delle passività e delle passività potenziali identificabili dell'acquisito"*.

³⁰ IFRS3 *"Business Combinations"* punto 55, sezione *"Avviamento"*: *"L'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale non deve essere ammortizzato. L'acquirente deve, invece, verificare annualmente se abbia subito riduzioni di valore, o più frequentemente se specifici eventi o modificate"*

1.6 La contabilizzazione dell'avviamento secondo le normative inglesi, americane ed internazionali

Si vuole ora effettuare una breve analisi delle principali normative mondiali in tema di trattamento contabile dell'avviamento, in particolare quella inglese ed americana, le quali sono state fonte di ispirazione per molti Paesi ed anche per i principi contabili internazionali. In Gran Bretagna il problema legato alla prima ed alle successive valutazioni dell'avviamento è stato affrontato, in primo luogo, dal citato SSAP 22, emanato dall'*Accounting Standards Committee (ASC)* nel 1984, e successivamente dai FAS 10 e 11, emanati dal nuovo *Accounting Standards Board (ASB)* istituito per sostituire il vecchio *standard setter* nel 1997. Nella sua ultima versione, il SSAP 22 definisce l'avviamento come *"la differenza tra il valore dell'impresa complessivamente considerata e la somma dei fair value delle attività nette separabili che la compongono"*³¹. Successivamente lo *standard* in argomento definisce i due tipi di trattamento contabile dell'avviamento utilizzabili: uno preferenziale, che prevede l'eliminazione immediata del valore dell'avviamento dal prospetto di stato patrimoniale tramite le riserve di patrimonio netto, il citato *write-off method* (non viene permesso lo storno tramite una voce di costo nel Conto Economico); un secondo, opzionale, il quale permette la capitalizzazione dell'avviamento con successivo ammortamento dello stesso (*capitalization of goodwill as an asset and subsequently amortization*). Tali metodi presentano alcune criticità, più o meno evidenti, che hanno portato poi alla definizione del FRS 10. Il primo metodo consente di utilizzare esclusivamente le riserve di utili disponibili per far fronte alla cancellazione dell'avviamento, mentre il secondo metodo non permette l'estensione della vita utile dell'avviamento rispetto a quanto determinato in sede di acquisizione dell'avviamento stesso³². A partire dal 1998, vista la

circostanze indicano la possibilità che potrebbe aver subito una riduzione di valore, secondo quanto previsto dallo IAS 36 Riduzione di valore delle attività". Ancora sull'argomento, IAS 36:" Riduzione durevole di valore delle attività", punti 80-108.

³¹ SSAP 22 *"Accounting for Goodwill"*, par.26.

³² M. Romano: *"L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici"*, op.cit. pag.73. Sul *write-off method* hanno scritto anche: M. Bloom, nel suo libro *"Double accounting for goodwill"*, Routledge, 2013 e J. Blake, H. Lunt, in *"Accounting standards"*, Prentice Hall, 2001.

necessità di aggiornare i principi contabili nata in seguito all'emanazione degli SFAS 141 e 142, in Inghilterra venne emanato lo FRS 10 "*Goodwill and Intangible Assets*" e lo FRS 11 "*Impairment of Fixed Asset and Goodwill*", i quali se letti congiuntamente ricoprono pienamente le problematiche relative alla prima valutazione dell'avviamento ed i successivi aggiornamenti di valore. Il primo definisce l'avviamento come la differenza tra il costo d'acquisto della società ed i *fair value* degli *asset* identificabili al netto delle passività³³ che la compongono, fissa il limite massimo per la vita utile dell'avviamento a 20 anni, lasciando però la possibilità di superare questa soglia se tale superiore periodo può essere dimostrato e giustificato, inoltre concede l'opportunità di attribuire vita utile indefinita all'avviamento, se è possibile verificare la tenuta del valore economico dello stesso con cadenza almeno annuale³⁴. Un ruolo molto importante lo svolge anche lo FRS 11, il quale stabilisce che la verifica da effettuare annualmente consiste in un confronto tra il valore contabile ed il valore recuperabile dell'avviamento, inteso come il maggiore tra valore realizzabile dalla vendita, o *net realisable value*, e il valore d'uso, *value in use*³⁵. Per facilitare il calcolo del valore recuperabile il principio definisce alcune regole per evitare sovrapposizioni di valore tra l'avviamento generato internamente e quello acquisito presso terzi, cioè:

- alla data di acquisizione della nuova società, bisogna stimare il valore dell'avviamento generato internamente. Tale stima non avrà alcun effetto sugli schemi contabili societari, ma sarà utile per la successiva divisione delle perdite durevoli di valore tra avviamento interno e avviamento acquisito;

³³ "*The difference between the cost of the acquired entity and the aggregate of the fair values of that entity's identifiable assets and liabilities*" FRS 10, pag.9 "*Definition of purchased goodwill*".

³⁴ Il principio in questione afferma inoltre che qualora sia possibile definire la durata della vita utile dell'avviamento, questo dovrà essere sottoposto ad ammortamento e ad eventuali svalutazioni per perdite durevoli di valore; quando invece la vita utile viene stimata come indefinita, l'avviamento non deve essere sottoposto ad ammortamento ma ad impairment test, con cadenza almeno annuale. FRS 10, pp. 14 e ss.

³⁵ Lo FRS 11 definisce il valore realizzabile dalla vendita come "*The amount at which an asset could be disposed of, less any direct selling costs*" ed il valore d'uso come "*The present value of the future cash flows obtainable as a result of an asset's continued use, including those resulting from its ultimate disposal*", par.1, "*Definition*", pp.7 e 8.

- qualora sia possibile attribuire direttamente la perdita durevole di valore agli *asset* della società incorporata, sarà necessario imputare tale perdita all'avviamento acquisito in maniera onerosa;
- qualora non sia possibile attribuire una successiva perdita di valore ad un *asset* piuttosto che ad un altro, bisognerà suddividere l'*impairment loss* tra l'avviamento generato internamente, senza impatti nei conti societari, e quello acquisito, con successiva riduzione del valore contabile dell'avviamento.

Ad inizio 2001, negli Stati Uniti, vengono emanati due dei principi che maggiormente hanno influenzato il pensiero degli studiosi, gli SFAS 141 e 142. Prima del 2001 il trattamento contabile dell'avviamento era regolamentato dall'*Accounting Principles Board* con la *Opinion 17 "Intangible Assets"*, la quale identificava l'avviamento come l'eccedenza del prezzo pagato per l'acquisizione dell'azienda rispetto al net value degli *asset* che la compongono³⁶. Il trattamento contabile dell'avviamento acquisito viene definito, dopo un'attenta analisi di quattro possibili soluzioni, e prevede l'iscrizione nell'attivo patrimoniale dell'avviamento e il relativo ammortamento, che in ogni caso non può eccedere i quaranta anni. Viene prevista anche un'analisi sulla tenuta del valore contabile dell'avviamento, che in caso di esito negativo dovrebbe comportare una rivisitazione del piano di ammortamento dell'avviamento e una conseguente variazione della sua vita utile³⁷.

Lo SFAS 141 ha rivisto tutta la disciplina descritta dal precedente principio, incentrando le innovazioni nella nuova concezione di aggregazioni aziendali, che d'ora in poi vengono equiparate all'acquisizione d'azienda (o di un suo ramo). Questo nuovo criterio permette di contabilizzare a valori correnti tutti gli elementi

³⁶ Al paragrafo 26 della *Opinion*, si afferma che il valore degli *asset* identificabili non deve essere inserito nel valore di avviamento ("*Cost shall be assigned to all specifically identifiable intangible assets; costo f identifiable asset shall not be included in goodwill*").

³⁷ "*A company should evaluate the periods of amortization continually to determine whether later events and circumstances warrant revised estimates of useful lives. If estimates are changed, the unamortized cost should be allocated to the increased or reduced number of remaining periods in the revised useful lives but not to exceed forty years after acquisition*", *Opinion 17, APB, 1970, par.31*.

patrimoniali dell'impresa acquisita compresi i beni immateriali e l'avviamento³⁸. Ulteriori novità circa la definizione di avviamento vengono fornite dalle *Basis for Conclusions* dello SFAS 141, il quale aggiornando quanto detto negli *Exposure draft* del 1999 e del 2001, suddivide il valore dell'avviamento in sei principali componenti:

- l'eccedenza dei *fair value* sui valori di libro degli *asset* acquisiti;
- il *fair value* degli *asset* che per diversi motivi non sono stati riconosciuti contabilmente in sede di acquisizione aziendale;
- il valore del "*going concern*" della società acquisita;
- il *fair value* delle sinergie e degli altri possibili benefici derivanti dall'acquisizione;
- sopravvalutazione del corrispettivo pagato dall'acquirente derivante da errori nella stima;
- eventuali sovrapprezzi o sottoprezzi pagati dall'acquirente a valle della trattativa tra le parti e quindi non giustificabile economicamente³⁹.

Il documento continua la sua analisi, affermando che, sebbene contabilmente le componenti appena descritte concorrono parimenti alla definizione dell'avviamento, soltanto alcune delle sei citate sono riconducibili in maniera diretta all'attività dell'impresa che genera valore (*core goodwill*). Dall'analisi effettuata si evince come la prima e la seconda componente generino un valore che è attribuibile ai beni dell'azienda e non al suo avviamento, così come la quinta e la sesta componente siano riconducibili maggiormente alle valutazioni effettuate dall'acquirente che alle dinamiche aziendali. Perciò, secondo lo SFAS 141, i veri *driver* del valore del *core goodwill* sono il valore del *going concern* e delle sinergie che l'impresa potrebbe sfruttare a seguito dell'aggregazione. Tali conclusioni

³⁸ Si tratta del cosiddetto "*purchase method*", il quale tratta tutte le Business Combination come delle acquisizioni d'azienda finalizzate all'ottenimento del controllo sull'acquisita. Contabilmente il metodo prevede l'espressione ai valori correnti di tutte le attività e le passività dell'acquisita nel bilancio dell'acquirente e definisce come avviamento la differenza tra il prezzo pagato per l'acquisizione dell'azienda ed il valore corrente delle attività nette acquisite. Per un approfondimento si rimanda a: M. Caratozzolo "*I bilanci straordinari*", Giuffrè, 2009; relativamente al *Purchase Method* e all'*Acquisition Method* si rimanda a: R. Perotta, "*L'applicazione dei principi contabili internazionali alle business combination*", Giuffrè, 2006.

³⁹ SFAS 141 *Basis for Conclusions*, Appendix B, par. 313, pp. 177 e 178.

sposano in pieno quanto è affermato nel successivo SFAS 142, nel quale viene esposto il trattamento contabile riservato all'avviamento ed il suo relativo *impairment test*.

Come anticipato, le regole relative all'*impairment test* dell'avviamento hanno visto un processo di aggiornamento, a livello globale, che è scaturito dall'emanazione del principio americano SFAS 142. In primo luogo, al paragrafo 18 viene affermato chiaramente che non bisogna sottoporre l'avviamento ad ammortamento, ma esclusivamente ad *impairment test*. Questa analisi di tenuta del valore deve essere svolta su ogni singolo ramo d'azienda o segmento operativo di attività (*reporting unit*)⁴⁰. Per determinare il valore di avviamento da attribuire alla singola *reporting unit*, il principio prevede due semplici passaggi: la determinazione del valore corrente e del valore netto contabile delle attività che compongono l'unità. Dalla differenza (positiva) dei due valori, scaturisce la porzione di avviamento da attribuire all'unità analizzata. In questo modo si può procedere con l'*impairment test* dell'avviamento, il quale si svolge su due livelli principali: uno preliminare e uno eventuale. Il primo passaggio viene utilizzato per rilevare le possibili perdite durevoli di valore tramite la differenza tra il valore corrente della *reporting unit* e il suo valore di libro. Se dall'analisi preliminare risulta maggiore il valore corrente, non vi è bisogno di procedere con lo studio e può definirsi congruo il valore riportato in bilancio. Se invece il valore di libro dovesse risultare superiore al valore corrente, sarà necessario procedere con il secondo livello di analisi al fine di determinare l'ammontare di *impairment loss* da attribuire alla *reporting unit*. Questo secondo livello di analisi consiste nella determinazione analitica dei *fair value* di tutti gli elementi identificabili dell'attivo e del passivo della *reporting unit*. La somma dei *fair value* così calcolata deve essere confrontata con il patrimonio netto, anch'esso determinato in maniera analitica. Se sono presenti delle eccedenze, queste

⁴⁰ "A reporting unit is an operating segment or one level below an operating segment (referred to as a component). A component of an operating segment is a reporting unit if the component constitutes a business for which discrete financial information is available and segment management regularly reviews the operating results of that component." SFAS 142 "Goodwill and Other Intangible Assets", par.30 e ss, pag.15.

rappresentano il valore dell'avviamento al momento della rilevazione. Dal confronto di questo con l'avviamento contabilizzato permette di ottenere una stima realistica della perdita di valore durevole dell'avviamento da attribuire all'unità⁴¹.

Spostando ora l'analisi sui principi emanati dallo IASB, l'IFRS 3, nella sua versione rivista del 2008, abbraccia la teoria dell'*Acquisition Method* per l'attribuzione dell'avviamento, in caso di *Business Combination*. Secondo l'*Acquisition Method*, il processo da attuare per attribuire l'avviamento alle unità competenti si articola in tre fasi principali:

- identificazione di un acquirente;
- determinazione del costo dell'aggregazione aziendale;
- allocazione, alla data di acquisizione, del costo dell'aggregazione aziendale alle attività acquisite e alle passività e passività potenziali assunte⁴².

L'IFRS 3 definisce l'acquirente come colui che, per effetto dell'aggregazione, ottiene il controllo sulle altre entità che rientrano nella *Business Combination*. Per controllo, il principio intende "il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità o attività aziendale al fine di ottenere i benefici dalle sue attività"⁴³. Nel definire il costo dell'aggregazione aziendale, il principio afferma che questo deve essere determinato come la somma dei "fair value, alla data dello scambio, delle attività cedute, delle passività sostenute o assunte e degli strumenti rappresentativi di capitale emessi dall'acquirente, in cambio del controllo dell'acquisito; e inoltre qualunque costo direttamente attribuibile all'aggregazione aziendale"⁴⁴. L'IFRS 3 prevede anche la possibilità di modificare il costo dell'aggregazione aziendale subordinatamente al verificarsi di determinati eventi futuri. In tal caso, l'acquirente

⁴¹ Per ulteriori informazioni si veda: M. Romano "L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici", cap.3, pag. 90, op.cit; B. D. Jarnagin, "US master GAAP guide", CCH, 2008.

⁴² Sull'argomento, K. G. Ray, "Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration", PHI Learning Pvt Ltd, 2010; D. R. Carmichael, L. Graham, "Accountants' Handbook, Financial Accounting and General Topics", Wiley, 2012.

⁴³ IFRS 3, "Aggregazioni aziendali", par.19.

⁴⁴ IFRS 3, "Aggregazioni aziendali", par.24.

deve includere l'importo di tali rettifiche nel costo dell'aggregazione, alla data di acquisizione, se la rettifica è probabile e può essere determinata attendibilmente.

Il costo dell'aggregazione, determinato in questo modo, deve essere allocato rilevando le attività, le passività e le passività potenziali ai loro relativi *fair value* (ad eccezione delle attività detenute per la vendita, le quali vanno rilevate al *fair value less cost to sell*).

Se il costo dell'aggregazione aziendale eccede, al momento dell'acquisizione, il valore dei citati *fair value*, tale eccedenza deve essere registrata come avviamento (al netto di eventuali perdite durevoli di valore)⁴⁵.

Se invece la quota di interessenza dell'acquirente nel *fair value* delle attività e passività rilevate, eccede il costo dell'aggregazione, vengono fornite due soluzioni contabili:

- calcolare nuovamente il *fair value* di attività, passività e passività potenziali identificabili, al momento dell'acquisto, e/o rettificare il costo dell'aggregazione;
- rilevare, senza indugio, a Conto Economico la differenza esistente dopo la nuova misurazione.

Come verrà ampiamente discusso nel successivo paragrafo, l'IFRS 3 non prevede l'ammortamento dell'avviamento ottenuto tramite un'aggregazione aziendale, bensì predilige una verifica periodica della tenuta del valore dello stesso.

⁴⁵ Secondo l'IFRS 3, l'avviamento "costituisce l'eccedenza del costo dell'aggregazione aziendale rispetto alla quota d'interessenza dell'acquirente nel *fair value* (valore equo) netto delle attività, passività e passività potenziali identificabili", par.51, punto b).

1.7 L'impairment test dell'avviamento secondo le principali norme in ambito internazionale

Si vuole ora spostare l'attenzione sul trattamento contabile dell'avviamento, secondo i principi contabili internazionali, e sui fattori principali da considerare in sede di impairment test dello stesso.

Secondo il principio contabile internazionale N.36, sono necessarie alcune valutazioni preliminari all'esecuzione dell'*impairment test* dell'avviamento, supportate da un'informativa molto dettagliata⁴⁶. In primo luogo è necessario definire il livello di sviluppo del test, ossia individuare le attività o i gruppi di attività sui quali si vuole concentrare l'analisi. I livelli di sviluppo del test sono due, ossia:

1. la singola attività, quando il valore recuperabile dell'avviamento può essere determinato in maniera attendibile in via separata e individuale;
2. la *Cash Generating Unit*, quando non è possibile attribuire l'avviamento ad una singola attività ma ad un gruppo.

Qualora non sia possibile attribuire l'avviamento alla singola unità, sarà necessario individuare la *Cash Generating Unit* alla quale attribuire la parte di avviamento per la quale si vuole eseguire il test. Secondo il citato principio, la CGU rappresenta il più piccolo gruppo di attività capace di generare flussi finanziari in entrata, completamente indipendenti dai flussi in entrata generati da altre attività o gruppi

⁴⁶ Pare inspiegabile che una premessa così forte da parte dei principi internazionali non sia del tutto rispettata in ambito nazionale, infatti nel documento redatto dalla Banca d'Italia, unitamente alla Consob e all'Isvap nel Marzo del 2010, vengono evidenziate delle carenze informative presenti nei bilanci delle società quotate, delle banche e delle società di assicurazioni, relative alle modalità di definizione de: - i confini delle CGU; - l'allocazione dell'avviamento alle CGU; - il criterio di stima del valore recuperabile, quando viene utilizzato il valore d'uso per definirlo; - il criterio di stima del valore recuperabile, quando viene utilizzato il *fair value* per definirlo; - l'analisi di sensitività del risultato dell'*impairment test*; - le considerazioni in merito alla presenza di indicatori esterni di perdita di valore che non si sono tradotti in *impairment loss*. Per un'analisi più approfondita si rimanda a: "Esercizi 2009-2010 – Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulle verifiche per riduzione di valore delle attività, sulle clausole contrattuali dei debiti finanziari, sulle ristrutturazioni dei debiti e sulla gerarchia del *fair value*", Marzo 2010, Consob, Isvap e Banca d'Italia.

di attività⁴⁷. Una volta definita la CGU bisogna attribuire la parte di avviamento di competenza, in proporzione al beneficio economico che si prevede tale gruppo di attività possa ottenere dall'aggregazione aziendale. Dal momento che lo IASB non ritiene possibile, in sede di *impairment test*, attribuire l'avviamento all'intera impresa, viene definito anche il limite massimo di aggregazione di attività, ossia una sorta di limite superiore alla dimensione delle CGU, il quale coincide con il "*settore operativo di competenza*"⁴⁸. Completata questa fase preliminare, occorre calcolare il valore contabile della CGU e confrontarlo con il suo valore recuperabile. Il valore contabile della CGU può essere calcolato come la somma delle attività non correnti (ovviamente compreso l'avviamento) che possono essere attribuite alla CGU direttamente o con criteri di ripartizione condivisibili. Le attività correnti non hanno motivo di rientrare nel calcolo poiché il test sulla tenuta del valore di quelle voci è regolamentato da altri IAS. Nel computo del valore contabile delle CGU può anche essere considerata una o più passività, qualora il calcolo del valore non possa prescindere da quelle determinate voci, come si vedrà nei prossimi capitoli. Per valore recuperabile i principi internazionali intendono il maggiore tra:

- il *fair value* dell'attività (o gruppo di attività) al netto dei costi necessari per la vendita;
- il valore d'uso dell'attività;
- zero.

Qualora uno dei valori appena elencati risulti minore del valore contabile dell'attività/CGU bisognerà imputare una *impairment loss* secondo le gerarchie espressamente indicate al paragrafo 104 del principio, ossia in primo luogo all'avviamento dell'attività e successivamente, azzerato il valore dell'avviamento, alle singole attività riconducibili all'attività/CGU in maniera proporzionale alla loro

⁴⁷ IAS 36, par.6 "A cash-generating unit is the smallest identifiable group of assets that generates cash inflows that are largely independent of the cash inflows from other assets or groups of assets".

⁴⁸ OIC, Applicazione n.2 "Impairment e Avviamento", cap.3, par.2, pag.11. Per un approfondimento in materia si veda IFRS 8 "Settori Operativi".

partecipazione al patrimonio dell'unità⁴⁹. Si vogliono ora descrivere le tecniche di stima dei valori necessari per determinare il "Recoverable Amount". Per quanto riguarda il "fair value al netto dei costi di vendita", la definizione che lo IAS 36 ci fornisce in apertura del documento è: "l'ammontare ottenibile dalla vendita di un'attività o unità generatrice di flussi finanziari in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili, dedotti i costi della dismissione". Dal punto di vista pratico, esistono tre scenari possibili per identificare il fair value:

- esiste un mercato attivo che tratta il bene analizzato all'interno dell'unità;
- non esiste un prezzo corrente di mercato, ma vi sono state delle transazioni di recente per quel tipo di bene (utilizzabile solo se non vi sono state significative variazioni nelle circostanze economiche tra il periodo della transazione e quello della valutazione);
- non esiste un mercato attivo, né transazioni recenti nel mercato.

Nel primo caso il fair value è paragonato al prezzo d'offerta praticato sul mercato e non al prezzo proposto dal cedente, perché si vuole considerare l'ipotesi in cui la trattativa va a buon fine ed in tal caso tra proposta ed offerta può esserci differenza.

⁴⁹ "Una perdita per riduzione durevole di valore deve essere rilevata per una unità generatrice di flussi finanziari (il più piccolo gruppo di unità generatrici di flussi finanziari cui l'avviamento o un'attività gestita centralmente è stato allocato) se, e soltanto se, il valore recuperabile dell'unità (gruppo di unità) è inferiore al valore contabile dell'unità (gruppo di unità). La perdita per riduzione durevole di valore deve essere imputata a riduzione del valore contabile delle attività che fanno parte dell'unità (gruppo di unità) nel seguente ordine: (a) prima, per ridurre il valore contabile di qualunque avviamento allocato all'unità generatrice di flussi finanziari (gruppo di unità); e (b) quindi, alle altre attività dell'unità (gruppo di unità) in proporzione al valore contabile di ciascuna attività che fa parte dell'unità (gruppo di unità).

Tali riduzioni dei valori contabili devono essere trattate come perdite per riduzione durevole di valore delle singole attività e rilevate in conformità alle disposizioni contenute nel paragrafo 60". IAS 36, par.104 "Perdita per riduzione durevole di valore di un'unità generatrice di flussi finanziari".

Nelle "Basis for Conclusion on IAS 36" viene illustrata una seconda gerarchia da rispettare quando il valore dell'avviamento è già stato azzerato e l'impairment loss non è stata pienamente coperta. In primis la perdita va attribuita alle attività intangibili per le quali non esiste un mercato attivo, in secondo luogo va attribuita alle attività, anche immateriali, il quale "fair value al netto dei costi di vendita" sia inferiore al relativo valore contabile, infine agli altri asset in proporzione al loro valore contabile.

Nel secondo caso, il prezzo di una recente transazione può considerarsi accettabile se si opera in un mercato che è caratterizzato da:

- omogeneità dei beni;
- presenza in ogni momento di compratori e venditori disponibili;
- prezzi pubblici⁵⁰.

Nell'ultimo caso, il *fair value* può essere stimato utilizzando tutte le informazioni rilevanti presenti sul mercato, considerando che difficilmente il numero delle transazioni possa essere identificativo del mercato e che altrettanto difficilmente le dimensioni e le attività svolte dalle varie CGU dalle quali si attingono le informazioni possano essere paragonabili alla CGU analizzata.

Il valore d'uso viene definito come *“il valore attuale dei flussi finanziari futuri che si prevede abbiano origine da un'attività o da un'unità generatrice di flussi finanziari”*.

Per la stima del valore d'uso quindi bisogna tener conto di tutti i flussi finanziari riconducibili alla CGU e per farlo si devono stimare:

- i flussi di cassa in entrata e in uscita che derivano dall'utilizzo delle attività;
- il *Terminal Value*⁵¹;
- il tasso di attualizzazione dei vari flussi.

Per la stima dei flussi di cassa da attualizzare, derivanti dall'utilizzo dell'attività e dalla sua successiva dismissione, devono essere analizzati i piani industriali ed i

⁵⁰ IAS 36, paragrafo 6, definizione di mercato attivo: *“Il mercato attivo è un mercato in cui esistono tutte le seguenti condizioni: (a) gli elementi commercializzati sul mercato risultano omogenei; (b) acquirenti e venditori disponibili possono essere normalmente trovati in qualsiasi momento; e (c) i prezzi sono disponibili al pubblico”*.

⁵¹ Per Terminal Value si intende il valore attribuibile all'attività in virtù dei flussi finanziari che è capace di generare oltre il periodo di previsione esplicita (il periodo cui fa riferimento il piano industriale utilizzato per stimare i flussi di cassa). Può essere calcolato alla stregua di una rendita perpetua o di una rendita a tempo determinato (caso poco probabile perché andrebbe a minare il *going concern* aziendale). Dal punto di vista operativo per la stima del Terminal Value può essere utilizzato il flusso normalizzato dell'ultimo anno del periodo di previsione esplicita, ovvero una media dei flussi del periodo in questione od anche un singolo flusso diverso da quello dell'ultimo anno, se ritenuto maggiormente affidabile. Tale flusso dovrà scontare un tasso di crescita “g” che potrà assumere valori positivi (caso raro, da giustificare opportunamente), oppure valori minori o uguali allo zero. Sull'argomento, G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *“La valutazione delle aziende”*, Giappichelli, 2005.

budget correnti, i quali devono essere basati su presupposti “ragionevoli e sostenibili” e non possono coprire un periodo superiore ai successivi cinque anni, se non giustificati dagli organi competenti e adeguatamente motivati. Ulteriori indicazioni vengono fornite quando si parla di tasso di crescita, infatti si afferma che la proiezione dei flussi finanziari oltre il periodo coperto dal piano industriale non possa prevedere un tasso di crescita in aumento, ma al più stabile o in decrescita⁵². Infine viene indicato che i flussi finanziari e quindi i relativi tassi di attualizzazione devono essere considerati al lordo degli oneri finanziari e di quelli tributari.

Come verrà ampiamente spiegato nel terzo capitolo di questo lavoro, la stima del valore d’uso, dal punto di vista pratico, viene effettuata utilizzando il metodo del “*Discounted Cash Flow*”, il quale afferma che il valore attuale dell’attività è dato dalla somma di tutti i flussi finanziari futuri, sia in entrata che in uscita, attualizzati al WACC⁵³ più il *Terminal Value*, che rappresenta il valore dell’impresa oltre l’orizzonte di previsione esplicita, anch’esso opportunamente attualizzato al WACC. Nel capitolo III del presente lavoro, verranno trattate anche le problematiche relative alle modalità di individuazione delle CGU e alla determinazione dei valori necessari per l’*impairment test* dell’avviamento sia nel settore industriale, che nel settore bancario.

⁵² IAS 36, par.33 Criteri di stima dei flussi finanziari futuri, punto 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 o 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*”.

⁵³ Weighted average cost of capital: si tratta di un tasso di attualizzazione che tiene conto, in maniera proporzionale, sia del capitale apportato dagli azionisti, sia del capitale preso a prestito dalla società. Rappresenta il tasso di remunerazione minimo accettabile per ripagare tutte le fonti di capitali coinvolte nella gestione dell’impresa. Per approfondimenti: E .Brigham, J. Houston, “*Fundamentals of Financial Management*”, Cengage Learning, 2009; R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, “*Principi di finanza aziendale*”, McGraw-Hill, 2011.

1.8 L'analisi preliminare degli indicatori di *impairment*

Data l'elevata complessità del *test* di *impairment*, lo IAS 36 ha previsto una procedura preliminare a quella appena descritta, col fine di supportare l'intero procedimento. Per questo motivo, sono stati ideati degli indicatori in grado di segnalare eventuali perdite di valore, da valutare in maniera dettagliata con la procedura completa del *test*. La validità di questi indicatori è supportata dalla loro capacità di riassumere *“tutti i fattori che influenzano le prospettive economico-finanziarie dell'asset, della CGU o del gruppo di CGU; ciò allo scopo di accertare se rispetto all'ultimo bilancio si sono manifestati in detti fattori variazioni tali da far emergere una potenziale perdita di valore”*⁵⁴. Se da questa analisi preliminare dovessero risultare dei probabili segnali di perdita di valore, si dovrà procedere con il *test* per esteso. In ogni caso, se da un lato questa analisi comporta degli indiscutibili vantaggi, dall'altro comporta delle enormi perplessità legate all'affidabilità, alla correttezza ed alla rilevanza degli indicatori utilizzati. Ciò è dovuto all'inevitabile grado di soggettività che accompagna questa analisi. Per questo motivo lo IAS 36 ha voluto facilitare lo svolgimento del *test* preliminare, prevedendo una serie di indicatori, interni ed esterni all'azienda, che, qualora si verificano, possono comportare una perdita durevole di valore per l'avviamento. Tale lista non è assolutamente esaustiva, né ricopre tutte le eventuali fonti di perdita di valore, ma ricopre le fattispecie più frequenti nella prassi. Tra gli indicatori di provenienza esterna all'azienda si ricordano:

- la diminuzione significativa del valore di mercato di un'attività durante l'esercizio. Tale perdita per poter essere ricondotta ad un eventuale *impairment loss*, deve essere di importo superiore a quanto sarebbe opportuno aspettarsi dal naturale degrado del valore dell'attività, derivante dal suo utilizzo o dal semplice scorrere del tempo;

⁵⁴ A. Lionzo: *“Il giudizio di impairment. Profili valutativi e riflessi sui processi organizzativi e gestionali”*, Franco Angeli, 2007, Capitolo 1, pag.63; F. De Luca, *“Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali”*, Giappichelli, 2014; OIC, *“Guide operative. Guida operativa sugli aspetti applicativi dei principi (IAS7IFRS)”*, Giuffrè, 2008.

- la variazione dei caratteri fondamentali del mercato in cui l'impresa compete. Ciò può essere dovuto ad un'evoluzione dell'ambiente tecnologico, dell'arena competitiva in generale o del *Framework* normativo di competenza;
- la variazione dei tassi di interesse del mercato o di altri tassi, che possono comportare delle ripercussioni sul tasso di sconto utilizzato per calcolare il "value in use" (e.g. incremento dei tassi *Risk Free*);
- il minor valore della capitalizzazione di mercato rispetto al patrimonio netto contabile dell'azienda.

Tra gli indicatori di tipo interno invece, si segnalano:

- l'evidente obsolescenza o l'avanzato grado di deterioramento di un'attività;
- l'eventuale cambiamento nel modo di utilizzare il bene. Potrebbe accadere che durante una riorganizzazione del settore operativo, un bene possa passare da *asset* detenuto per l'utilizzo a bene disponibile per la vendita. Questo comporta anche dei diversi criteri di stima del valore e di trattamento contabile, come illustrato dall'IFRS 5 "Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate"⁵⁵;

⁵⁵ L'IFRS 5, ai paragrafi 15-19, detta i criteri di contabilizzazione di un'attività quando questa rispetta i criteri per essere riconosciuta come disponibile per la vendita. In particolare il trattamento contabile ad essa riservato è il seguente: "15. Un'entità deve valutare un'attività non corrente (o gruppo in dismissione) classificata come posseduta per la vendita al minore tra il suo valore contabile e il fair value (valore equo) al netto dei costi di vendita. 16. Se una attività (o gruppo in dismissione) neoacquisita soddisfa i criteri per la classificazione come posseduta per la vendita (vedere paragrafo 11), l'applicazione del paragrafo 15 comporterà che l'attività (o gruppo in dismissione) sarà valutata, al momento della rilevazione iniziale, al minore tra il valore contabile – se non fosse stata classificata come posseduta per la vendita (per esempio, al costo) – e il fair value (valore equo) al netto dei costi di vendita. Pertanto, se l'attività (o gruppo in dismissione) è acquisita come parte di una aggregazione aziendale, deve essere valutata al fair value (valore equo) al netto dei costi di vendita. 17. Se la vendita è prevista che si concluderà tra più di un anno, l'entità deve valutare i costi di vendita al loro valore attuale. Qualsiasi incremento nel valore attuale dei costi di vendita derivante dal trascorrere del tempo deve essere rilevato nel conto economico come onere finanziario. 18. Immediatamente prima della classificazione iniziale dell'attività (o gruppo in dismissione) come posseduta per la vendita, i valori contabili dell'attività (o di tutte le attività e passività del gruppo) devono essere valutati in conformità agli IFRS applicabili. 19. Al momento della successiva rimisurazione di un gruppo in dismissione, i valori contabili di ogni attività e passività che non rientrano nell'ambito di applicazione delle disposizioni di valutazione del presente IFRS, ma che sono incluse in un gruppo in dismissione classificato come posseduto per la vendita, devono essere

- i risultati ottenuti da un'attività sono peggiori di quanto previsto dal sistema informativo interno. Ad esempio questo può verificarsi quando i flussi finanziari necessari per rendere operativa l'attività risultano essere sensibilmente superiori a quelli preventivati, i risultati ottenuti sono sensibilmente inferiori a quelli attesi, oppure le previsioni circa l'andamento del settore, del mercato o della divisione analizzata sono significativamente superiori ai valori effettivamente ottenuti⁵⁶.

Come anticipato, la presenza di uno degli indicatori appena elencati non certifica la presenza di una *impairment loss* per due motivi principali. In primo luogo, la perdita indicata dall'analisi preliminare potrebbe essere non significativa e quindi non sfociare in un *impairment test* nella versione completa, in secondo luogo, una diminuzione del valore recuperabile, anche se rilevante, potrebbe non comportare una *impairment loss* in quanto, il valore contabile dell'avviamento potrebbe essere inferiore al valore corrente svalutato. Per questo motivo e per ridurre la discrezionalità dei manager nella scelta degli indicatori, assume grande rilevanza la progettazione di un sistema di analisi e *reporting* degli indicatori di *impairment*. Questo sistema di analisi ha lo scopo di illustrare i motivi del mancato sviluppo del *test* completo o della mancata svalutazione del valore dell'avviamento. Questo sistema di analisi, per fornire una risposta agli interrogativi circa la mancata esecuzione del *test* nella sua forma completa, analizza:

- l'insieme dei fattori che influiscono maggiormente sul risultato del *test*. Si tratta ad esempio delle contrazioni delle vendite, riduzioni dei prezzi, incremento dei costi delle materie prime e del capitale in generale;
- un'analisi di sensitività nella quale vengono descritti gli effetti sul risultato del *test* della variazione di uno dei fattori appena indicati. Un basso grado di

rideterminati in conformità agli IFRS applicabili prima che sia rideterminato il fair value (valore equo) al netto dei costi di vendita del gruppo in dismissione."

⁵⁶ Per approfondimenti a riguardo: F. Pedriali, "Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali", Hoepli, 2006; K. Corsi, "La comunicazione dell'*impairment test* dell'avviamento: Tra riflessioni teoriche ed evidenze empiriche", Giappichelli, 2013.

sensibilità rafforza i risultati del *test*, in quanto afferma che questo non è legato alle fluttuazioni del mercato;

- la capienza della “riserva di valore”. Per “riserva di valore” si intende la differenza esistente, alla data dell’ultima analisi sulla tenuta del valore, tra il valore recuperabile ed il valore contabile dell’avviamento. Più è ampia questa riserva, minori saranno le possibilità di dover effettuare un *test* per esteso in caso di rilevazione di una perdita durevole di valore da parte del *test* preliminare.

1.9 Gli effetti dell’attuale crisi finanziaria sull’*impairment test* dell’avviamento

Si vuole ora provare a contestualizzare il discorso relativo all’*impairment test* dell’avviamento ed analizzare come l’attuale crisi finanziaria ha influito sulle stime da effettuare per eseguirlo. Come viene evidenziato dall’OIV, nel suo “*Discussion Paper*” del 18 Gennaio 2012, l’attuale crisi economico-finanziaria ha sollevato numerose problematiche riconducibili alle variabili fondamentali del *test* di *impairment*. In particolare, le aree maggiormente influenzate dall’andamento dell’economia sono:

- la stima del valore recuperabile in fase di crisi;
- l’architettura dell’impianto valutativo;
- la stima del valore recuperabile sulla base dei flussi di risultato attesi.

In questa sede, ci si vuole concentrare sui problemi legati alla prima area, ed in particolare sulle problematiche relative a: gli indicatori di presunzione di *impairment*, il trattamento del rischio e la ripercussione su tassi e flussi, la natura degli scostamenti, le performance storiche e le variabili rilevanti, la sostenibilità dei piani e l’analisi di variabilità, le eventuali discontinuità rispetto ai precedenti *impairment test*.

Riguardo al primo punto, l'analisi svolta dall'OIV⁵⁷ ha portato alla stesura di tre ulteriori indicatori di presunzione di *impairment*, tutti di tipo "market based". Il primo indicatore trattato è la differenza negativa tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto contabile. In questo caso, viene affermato che esiste una stretta relazione tra il valore di libro ed il valore di mercato delle azioni di una società, in quanto un valore contabile sensibilmente inferiore a quello praticato sul mercato potrebbe portare l'impresa a condurre l'*impairment test*. Ovviamente i due valori confrontati hanno alla base delle configurazioni completamente diverse, infatti il valore contabile del patrimonio netto dell'impresa rappresenta il valore utile per l'azionista di maggioranza, il quale detiene spesso il controllo dell'azienda, mentre il valore di mercato delle azioni rappresenta la configurazione di valore utile per gli azionisti di minoranza, infatti non considera al proprio interno il valore delle sinergie e delle opportunità incrementalì. Inoltre il "fair value less cost to sell" rappresenta uno dei due valori possibili del valore di realizzo, tuttavia non è possibile ignorare una significativa differenza tra i due. Il secondo indicatore descritto è il tempo da quando la capitalizzazione di borsa è inferiore al valore contabile. In questo caso, si vuole approfondire sulla durata della perdita di valore, per contrastare le continue fluttuazioni del mercato dei capitali. Se dall'analisi dovesse emergere che, secondo il mercato dei capitali con un orizzonte a dodici mesi, il valore del patrimonio netto contabile dell'impresa sia superiore al valore di mercato, sarebbe opportuno procedere con l'analisi completa del *test*. Il terzo indicatore da tenere in considerazione è la variazione intervenuta nella capitalizzazione di borsa dall'ultimo *impairment test*. Questo indicatore vuole rappresentare le dinamiche della capitalizzazione di borsa tra un *test* e l'altro. Qualora dall'analisi di questo indicatore dovesse risultare una notevole distruzione di valore, sarebbe opportuno procedere con l'*impairment test*.

Riguardo il trattamento del rischio e la sua ripercussione sui flussi e sui tassi, il citato documento afferma che, in contesti di crisi, il piano formulato per il precedente

⁵⁷ OIV, Discussion Paper "Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale", Parte prima, paragrafo 1, pag.30.

impairment test potrebbe risultare inadeguato a rappresentare lo scenario più probabile, ma soltanto uno dei possibili scenari. Questo è dovuto principalmente all'aleatorietà che circonda il mercato in cui l'impresa opera in contesti di crisi. Ciò può manifestarsi tramite una variazione nei flussi o nei tassi attesi nel periodo di previsione esplicita, ma anche nella possibile riduzione della durata del piano industriale. Questa aleatorietà colpisce anche i valori da stimare per condurre l'*impairment test*, provocando un'elevata probabilità di riscontrare delle discontinuità tra il valore del flusso nell'ultimo anno di previsione esplicita e il valore del flusso normalizzato, da usare per stimare il *Terminal Value*. Si evince quindi che anche la sensibilità del risultato a tutte quelle assunzioni, che vengono fatte dai valutatori e che sono inevitabilmente poco documentate, sia destinata ad incrementarsi⁵⁸.

Un altro fattore che merita un'analisi è la natura degli scostamenti, intesa come il delta esistente tra il budget e il consuntivo relativamente ai flussi finanziari dell'esercizio. Generalmente gli scostamenti dal budget possono essere di due tipologie principali: sistematica (non diversificabile) e non sistematica (diversificabile). Il primo tipo di scostamento può essere scontato aggiornando la stima del tasso di attualizzazione utilizzato, in quanto se si usa una tecnica di stima quale il CAPM, all'interno della formula da applicare c'è il coefficiente beta che potrebbe considerare il rischio sistematico. Il secondo ordine di scostamenti non può essere scontato utilizzando una tecnica simile, in quanto non riconducibile a nessuna variabile macroeconomica. L'unico modo di affrontare un tale tipo di scostamento è sottoporre il piano redatto per l'*impairment test* a delle revisioni più prudenti. Ciò può essere fatto in due modi: normalizzando i flussi del piano prevedendo diversi scenari e/o incrementando i tassi, oppure sottoponendo il piano redatto alla verifica da parte di analisti finanziari specializzati. In questo modo si potrebbe ridurre l'effetto di imprevedibilità insito allo scostamento di tipo non sistematico.

⁵⁸ OIV, Discussion Paper "*Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale*", Parte prima, paragrafo 2, pag.39

In contesti di crisi finanziaria e reale, è possibile notare il contemporaneo abbattersi di effetti negativi su più fattori chiave per l'*impairment test*. In particolare è possibile riscontrare un cambiamento nelle variabili rilevanti, ossia: "1) una maggiore prudenza nella formazione dei piani; 2) un accorciamento dell'orizzonte di previsione; 3) un aumento dei premi per il rischio nei tassi; 4) una riduzione del saggio di crescita degli utili oltre l'orizzonte di previsione"⁵⁹. In questo contesto il *management* è molto esposto ad errori di "double counting", ossia è possibile scontare più volte gli stessi fattori di rischio all'interno di un unico *impairment test*. Per evitare questa doppia imputazione bisognerebbe effettuare un'analisi sulla natura della perdita registrata: soltanto se l'intero importo della perdita riscontrato tramite l'*impairment test* è da ritenersi a lungo termine, tale perdita potrà trasformarsi in *impairment loss*.

Nel caso in cui la crisi finanziaria dovesse mettere in discussione l'intero piano industriale, affermandone la sua insostenibilità operativa e finanziaria, si verificherebbe anche un cambiamento nella stima del valore recuperabile ai fini dell'*impairment test*. Infatti in caso di insostenibilità del modello di *business* dell'attività o della CGU alla quale viene attribuito l'avviamento, per la stima del valore recuperabile non sarà più possibile utilizzare il "value in use", bensì sarà necessario il "fair value less cost to sell". Questo cambiamento di metodo è giustificato da quanto detto nel paragrafo 33 dell'IAS 36, ossia: "Nella valutazione del valore d'uso un'entità deve 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".

Qualora il piano risultasse sostenibile, sia finanziariamente che operativamente, sarebbe opportuno effettuare un'analisi degli effetti sulla stima del valore recuperabile di altre condivisibili assunzioni. Questa analisi dovrebbe limitarsi ad analizzare le "assumption" più significative in modo tale da disegnare uno scenario,

⁵⁹ OIV, Discussion Paper "Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale", Parte prima, paragrafo 4, pag.51

il più completo possibile, sulle possibili variazioni di valore in base alle variazioni del contesto in cui si opera.

Infine il documento presenta una breve analisi sulla continuità e discontinuità rispetto al precedente *impairment test*. In questo paragrafo viene affermato che la crisi potrebbe aver costretto le imprese a ridisegnare l'assetto organizzativo e quindi potrebbe aver comportato una migrazione dell'avviamento da una CGU ad un'altra. La riorganizzazione delle CGU potrebbe essere vista di principio come un indicatore di *impairment*, perché potrebbe comportare la nascita di benefici sinergici tra le nuove attività aggregate, con la conseguente perdita di questi da parte della precedente CGU, ma in ogni caso comporta delle incongruenze con il *test* svolto nell'esercizio precedente. Lo sviluppo della crisi inoltre potrebbe richiedere delle modifiche nel processo di valutazione del valore d'uso delle CGU (in caso di *test* di primo livello) e dell'intera impresa/settore operativo (in caso di *test* di secondo livello), in quanto potrebbero subire delle variazioni i flussi attesi nel periodo di previsione esplicita, i flussi normalizzati per la stima del valore terminale, l'orizzonte di previsione esplicita, le modalità di stima del costo del capitale od anche la tecnica utilizzata per calcolarlo (DCF invece che DDM o metodi reddituali).

Terminata la fase di introduzione all'argomento, ci si vuole ora concentrare sulle peculiarità dell'attività bancaria e sulle modalità di prima contabilizzazione e successivi adeguamenti di valore dell'avviamento, nel settore bancario.

Capitolo II – L'*impairment test* dell'avviamento nel settore bancario

Sommario: 2.1 L'attività bancaria: dalla raccolta agli strumenti di finanziamento più avanzati; 2.2 Il bilancio bancario secondo il Decreto Legislativo N.87 del 27 gennaio 1992; 2.3 Il nuovo bilancio delle banche secondo i principi contabili internazionali; 2.4 Il Patrimonio Netto nelle banche: le nuove disposizioni secondo Basilea 3; 2.5 L'avviamento nel bilancio della banca: il trattamento contabile secondo il contesto italiano e internazionale; 2.6 L'*impairment test* dell'avviamento nel settore bancario: le principali problematiche.

2.1 L'attività bancaria: dalla raccolta agli strumenti di finanziamento più avanzati

Prima di trattare le vicende legate all'*impairment test* dell'avviamento, verranno descritte le varie tipologie di servizi offerti dalle banche e le voci di bilancio più rilevanti, al fine di tracciare similitudini e differenze con il bilancio delle società commerciali.

L'attività bancaria, come affermato dal *Testo Unico Bancario*, consiste nella raccolta di risparmio presso il pubblico, l'esercizio del credito e qualsiasi altra attività finanziaria⁶⁰. Da ciò, si evince che le principali funzioni di una banca sono tre:

- monetaria;
- creditizia;
- mobiliare.

La funzione monetaria è ciò che distingue le banche da tutti gli altri istituti finanziari esistenti e consiste nella possibilità in capo alla banca di emettere dei titoli di debito generalmente accettati in sostituzione della moneta legale⁶¹. La funzione creditizia

⁶⁰ "1. La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa. 2. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche. 3. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge", Titolo III, Capo I, Art. 10, TUB.

⁶¹ Per maggiori informazioni a riguardo si rinvia a: P. Bongini, M.L. Di Battista, L. Nieri, A. Patarnello, "Il sistema finanziario", Il Mulino 2004, Capitolo 3: "La funzione monetaria"; R. Caparvi "Corso di economia delle gestioni bancarie", Franco Angeli, 1997.

(o di intermediazione creditizia) consiste nel “*favorire il trasferimento delle risorse nello spazio e nel tempo, utilizzando il cosiddetto “circuito indiretto”, ossia l’interposizione del patrimonio netto della banca tra il prestatore ed il prestatore di risorse finanziarie*”⁶². Per svolgere questa attività la banca deve ricorrere ad un’attività conosciuta come “*trasformazione delle scadenze*”⁶³. Al fine di svolgere l’attività di intermediazione, la banca raccoglie i fondi presso i soggetti in *surplus* finanziario, generalmente le famiglie, e li concede ai soggetti in *deficit* finanziario, generalmente le imprese. Dal momento che non tutte le famiglie che depositano la propria liquidità in banca, rimborsabile a vista, vorranno chiudere contemporaneamente i propri conti, prelevando le somme depositate, la banca riesce a raccogliere il denaro necessario per finanziare un’impresa o per concedere un mutuo a chi si trova in situazione di temporaneo deficit finanziario, operazioni che, generalmente, hanno una scadenza superiore a quella relativa alle somme depositate. La banca è in grado di effettuare questa attività perché, diversamente dal singolo risparmiatore, riesce a gestire meglio il rischio finanziario legato all’investimento delle disponibilità liquide. Mentre un singolo risparmiatore non investirebbe tutto il suo patrimonio in un prestito ad un’impresa, la banca utilizzando una piccola parte dei vari depositi dei suoi clienti, riesce a diversificare il rischio legato al finanziamento⁶⁴. Infine, l’attività di intermediazione mobiliare permette alle banche di fornire dei servizi di investimento, espressamente elencati dal TUF, quali:

⁶² L. Nadotti, C. Porzio, D. Previati, “*Economia degli intermediari finanziari*”, McGraw-Hill, 2010, Capitolo 7, pag.263 e ss.

⁶³ “*L’attività di intermediazione svolta dalle banche avviene tramite la cd. trasformazione delle scadenze. La banca raccoglie risorse in forma di depositi presso il pubblico, tipicamente rimborsabili “a vista”, ossia su richiesta del depositante, e li trasforma in attività finanziarie solitamente meno liquide, come i prestiti, che di solito hanno durata superiore all’anno. Poiché non tutti i depositanti prelevano contemporaneamente i loro fondi, la banca è in grado di utilizzare parte della raccolta per finanziare attività anche a più lunga durata, come i prestiti alle imprese e i mutui alle famiglie, e consente ai risparmiatori di effettuare pagamenti o prelievi di risorse in qualsiasi momento*”, informazioni tratte da: www.bancaditalia.it, Sezione Servizi al pubblico › L’educazione economica e finanziaria › Le informazioni di base › Cos’è una banca.

⁶⁴ Informazioni tratte da: www.bancaditalia.it, Sezione Servizi al pubblico › L’educazione economica e finanziaria › Le informazioni di base › Cos’è una banca. Al riguardo si veda anche F.S. Mishkin, S.G. Eakins, G. Forestieri, “*Istituzioni e mercati finanziari*”, Pearson Addison Wesley, 2007; A. Ferrari, E. Gualandri, A. Landi, P. Vezzani, “*Il sistema finanziario: funzioni mercati e intermediari*”, Giappichelli, 2012.

- esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- ricezione e trasmissione di ordini;
- mediazione;
- negoziazione per conto proprio;
- gestione di sistemi multilaterali di negoziazione;
- collocamento e *underwriting*;
- gestione individuale di portafogli;
- consulenza in materia di investimenti⁶⁵.

Oltre a esercitare i tre tipi di attività appena citate, le banche possono fornire alle imprese servizi “avanzati” volti a coprire esigenze finanziarie complesse, riconducibili al *Merchant Banking* e il *Corporate Finance*. Qualora la banca eserciti questo tipo di attività unitamente alle attività tradizionali, potrebbe essere definita “banca universale”, qualora invece tali servizi vengano forniti separatamente, si parlerebbe di “banca specializzata”. Il *Merchant Banking* è un’attività che consiste nella sottoscrizione di una partecipazione azionaria nell’impresa finanziata, con l’obiettivo di contribuire alla valorizzazione dell’azienda e ottenere elevati *capital gain* al momento del disinvestimento. Un caso particolare di *Merchant Banking* è quello in cui la banca, oltre a conferire capitale, trasferisce anche competenze tecniche, esperienze professionali e una rete di contatti che permette l’accesso ai capitali ad un costo meno elevato e una migliore relazione con fornitori e clienti. In questo caso si parla di “*Private equity*”. L’attività di *Corporate Finance* consiste in un insieme di servizi offerti alle imprese in prospettiva di crescita o di ristrutturazione. In particolare l’attività di *Corporate Finance* può essere suddivisa in due aree principali: *Merger and Acquisition* (M&A) e *Corporate Restructuring*. Nella prima area rientrano i servizi di consulenza forniti alle imprese per l’analisi e la realizzazione di operazioni dall’elevato contenuto strategico, capaci di modificare le strutture degli *asset* societari delle parti coinvolte. Nella seconda area rientrano le

⁶⁵ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), aggiornato al 24 giugno 2014 con il D.L. 91, Parte I, Art. 1, “Definizioni”. Secondo quanto affermato all’art.18, comma 5, tale lista di servizi può essere arricchita dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, con proprio regolamento.

attività di “*debt restructuring*” e “*asset restructuring*”, tipicamente attività finalizzate alla ristrutturazione di una società in crisi economica o finanziaria⁶⁶.

2.2 Il bilancio bancario secondo il Decreto Legislativo N. 87 del 27 gennaio 1992

Si vuole ora illustrare l’evoluzione della struttura del bilancio bancario, partendo da uno scenario ante principi contabili internazionali, in modo tale da evidenziare le recenti modifiche apportate alla disciplina italiana.

Prima dell’introduzione dei principi contabili internazionali, le attività svolte dalla banca ed i criteri contabili ad essa riferiti non erano regolamentati dal codice civile, bensì dal decreto legislativo 87 del 1992 e dalla circolare di Banca d’Italia N. 166. Secondo questo decreto il bilancio era composto dallo Stato Patrimoniale, dal Conto Economico e dalla Nota Integrativa, il tutto era accompagnato da una Relazione sulla Gestione redatta dagli amministratori. Il criterio principale sul quale si fondava il bilancio bancario erano la prevalenza della sostanza sulla forma.

Lo Stato Patrimoniale veniva redatto in sezioni contrapposte (Attivo e Passivo) e prevedeva undici voci per l’attivo e tredici per il passivo; venivano inoltre riportati i valori dell’anno in corso e di quello precedente. Le voci dell’attivo venivano registrate secondo due criteri principali:

- l’importo effettivamente erogato; o
- il costo d’acquisto o di produzione maggiorato delle spese incrementative, usato principalmente per contabilizzare le voci dell’attivo patrimoniale⁶⁷.

⁶⁶ L. Nadotti, C. Porzio, D. Previati, “*Economia degli intermediari finanziari*”, McGraw-Hill, 2010, Capitolo 8, paragrafo 7, pag.378 e ss. Per un approfondimento sull’attività del Merchant Banking e del Private Equity, si rimanda a: H.R. Machiraju, “*Merchant Banking, Principles and Practice*”, New Age International, 2007. Per approfondimenti sul concetto di Corporate Finance e sul suo funzionamento, si rimanda a: D. Watson, A. Head, “*Corporate Finance: Principles and Practice*”, Pearson Education, 2010.

⁶⁷ Per maggiori informazioni si veda: D.Lgs. N. 87 del 1992, Capo II, Sezione I, Art.7 e Sezione II, Art.8.

Le voci dello Stato Patrimoniale venivano distinte per natura; in particolare, la circolare 166 di Banca d'Italia tra le voci dell'attivo riportava:

Numero	Voce Attivo Patrimoniale	T	T-1
10	Cassa e disponibilità presso banche centrali e uffici postali		
20	Titoli del Tesoro e valori assimilati ammissibili al rifinanziamento presso banche centrali		
30	Crediti verso banche		
40	Crediti verso clientela		
50	Obbligazioni e altri titoli di debito		
60	Azioni, quote e altri titoli di capitale		
70	Partecipazioni		
80	Partecipazioni in imprese del gruppo		
90	Immobilizzazioni immateriali		
130	Altre attività		
140	Ratei e risconti attivi		

Tra le voci del Passivo invece la struttura era la seguente:

Numero	Voce Passivo Patrimoniale	T	T-1
10	Debiti verso banche		
20	Debiti verso clientela		
30	Debiti rappresentati da titoli		
40	Fondi di terzi in amministrazione		
50	Altre passività		
60	Ratei e risconti passivi		
70	Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato		
80	Fondi per rischi ed oneri		
90	Fondi rischi su crediti		
100	Fondo per rischi bancari generali		
120	Capitale		
140	Riserve		
150	Riserve di rivalutazione		

Spostando ora l'analisi sulle voci del Conto Economico, il decreto legislativo 87, agli articoli 13 e 14, prevedeva dei criteri di rappresentazione di alcune voci del Conto Economico; in particolare, affermava che gli interessi e tutti i proventi e oneri assimilati, relativi a titoli, crediti e debiti, anche se indicizzati o subordinati,

dovessero essere contabilizzati secondo il principio di competenza⁶⁸. Era permessa la contabilizzazione di profitti o perdite derivanti da operazioni finanziarie riguardanti:

- titoli che non costituiscono immobilizzazioni finanziarie;
- valute;
- metalli preziosi e su altri strumenti finanziari.

Relativamente alla struttura del Conto Economico, la citata circolare 166 di Banca d'Italia prevedeva un documento in forma scalare, composto da venti voci, suddivise al loro interno in sottovoci e ulteriori dettagli informativi. Le voci previste dalla circolare erano le seguenti:

Numero	Voce Conto Economico	T	T-1
10	Interessi attivi e proventi assimilati		
20	Interessi passivi e oneri assimilati		
30	Dividendi e altri proventi		
40	Commissioni attive		
50	Commissioni passive		
60	Profitti (perdite) da operazioni finanziarie		
70	Altri proventi di gestione		
80	Spese amministrative		
90	Rettifiche di valore su immobilizzazioni immateriali e materiali		
100	Accantonamenti per rischi ed oneri		
110	Altri oneri di gestione		
120	Rettifiche di valore su crediti e accantonamenti per garanzie ed impegni		

⁶⁸ "I proventi e gli oneri assimilati agli interessi comprendono in particolare: a) la differenza tra il costo di acquisto e il valore superiore di rimborso dei titoli a reddito fisso che costituiscono immobilizzazioni finanziarie; b) la differenza tra il costo di acquisto e il valore inferiore di rimborso dei titoli a reddito fisso che costituiscono immobilizzazioni finanziarie; tale differenza è portata in riduzione degli interessi prodotti dai titoli; c) le riduzioni e gli aumenti di costo rivenienti dalla assunzione di debiti, rispettivamente, sopra o sotto la pari; d) le commissioni e le provvigioni calcolate in funzione dell'importo o della durata del credito o del debito cui si riferiscono; e) i proventi e gli oneri relativi ad operazioni «fuori bilancio» destinate alla copertura di attività o di passività; f) i proventi e gli oneri relativi ai riporti e alle operazioni pronti contro termine, che prevedano l'obbligo per il cessionario di rivendita a termine delle attività oggetto della transazione; tali proventi ed oneri sono calcolati tenendo conto sia della differenza fra il prezzo a pronti e il prezzo a termine sia dei frutti prodotti, nel periodo di durata dell'operazione, dalle suddette attività." Decreto lgs. 87, art. 13 e 14.

130	Riprese di valore su crediti e su accantonamenti per garanzie e impegni		
150	Rettifiche di valore su immobilizzazioni finanziarie		
170	Utile (perdita) delle attività ordinarie		
180	Proventi straordinari		
190	Oneri straordinari		
200	Utile (perdita) straordinario		
210	Variazione del fondo per rischi bancari generali		
230	Utile (perdita) d'esercizio ⁶⁹		

Quando una delle voci presenti nei due documenti appena esposti non era in grado di assicurare il rispetto della clausola generale della rappresentazione chiara, veritiera e corretta, veniva fatto obbligo agli amministratori di fornire maggiori informazioni in Nota Integrativa. Questo obbligo sorgeva, ad esempio, quando gli amministratori sceglievano di redigere il bilancio tenendo una contabilità plurimonetaria. In tal caso, dal momento che il decreto imponeva l'utilizzo dell'euro, era necessario indicare in nota i valori espressi in tale moneta.

2.3 Il nuovo bilancio delle banche secondo i Principi Contabili Internazionali IAS/IFRS

A partire dal 2005, in Italia vengono recepiti i principi contabili internazionali, i quali prevedono sostanziali modifiche nei criteri contabili e negli schemi di bilancio delle società quotate e degli istituti di credito. Il recepimento dei nuovi principi contabili avviene con la circolare 262 di Banca d'Italia, la quale contiene tutte le principali novità in materia di schemi di bilancio e criteri contabili.

La prima importante novità riguarda il contenuto del bilancio, il quale non si limita più a Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa, ma prevede anche il Prospetto della Redditività Complessiva (in virtù della nuova forma del Conto

⁶⁹ Circolare 166 Banca d'Italia, Capitolo II, paragrafo IV, pag.59 e ss.

Economico che è articolato in due prospetti principali, il *Profit and Loss* e l'*Other Comprehensive Income*), il Prospetto delle Variazioni di Patrimonio Netto, il Rendiconto Finanziario, le Informazioni Comparative e un prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria all'inizio del primo esercizio comparativo quando un'entità applica un principio contabile retroattivamente o ridetermina retroattivamente le voci nel proprio bilancio, o quando riclassifica le voci nel proprio bilancio⁷⁰.

L'altra novità è rappresentata dalla struttura disposta per questi documenti che non esclude l'aggiunta di altre voci di bilancio, se ritenute di importo rilevante, né il raggruppamento delle sottovoci se di importo poco rilevante o se tale raggruppamento favorisca la rappresentazione veritiera e corretta dei dati di bilancio. Per quanto riguarda i principi contabili, la nuova disciplina è esposta nei vari IAS/IFRS emanati e nello IAS 30 "*Informazioni richieste nel bilancio delle banche e degli intermediari finanziari*", ai paragrafi dall'8 al 25. Nel dettaglio, per lo Stato Patrimoniale, si afferma che le voci devono essere raggruppate per natura ed elencate per grado di liquidità; tuttavia gli elementi correnti e non correnti di una stessa voce non vanno rappresentati separatamente⁷¹. Il principio afferma inoltre che, per ottenere una rappresentazione veritiera e corretta, è necessario mostrare distintamente tutte le voci riconducibili ai rapporti e alla dipendenza di una banca con le altre banche e con il mercato monetario. Si tratta di evidenziare, oltre alle informazioni necessarie secondo gli altri IAS, le seguenti informazioni: i saldi con la banca centrale, i depositi presso altre banche, gli altri collocamenti sul mercato monetario, i depositi da altre banche, gli altri depositi dal mercato monetario e altri depositi. Infine, lo IAS 30 dispone che, definite le quattro classi di attività finanziarie

⁷⁰ Quest'ultimo prospetto è obbligatorio esclusivamente per le banche ed è elencato tra i documenti utili per un'informativa di bilancio completa secondo lo IAS 1, paragrafo 10, lettera f).

⁷¹ "*L'approccio più utile alla classificazione delle attività e delle passività di una banca è quello di raggrupparle per natura e di elencarle approssimativamente in base alla loro liquidità; ciò potrebbe equivalere a grandi linee alle loro scadenze. Gli elementi correnti e quelli non correnti non sono esposti separatamente perché la maggior parte delle attività e delle passività di una banca può essere realizzata o sostenuta a breve termine*", IAS 30, paragrafo 20, sezione "*Stato Patrimoniale*".

come da IAS 39⁷², la banca deve indicare i relativi *Fair value* di ciascuna classe di attività e passività finanziaria.

Venendo al Conto Economico, si evidenziano le principali novità portate dai principi contabili internazionali. Il citato IAS 30, al riguardo, dispone che le classi principali di proventi e costi derivanti dalla gestione della banca vanno rappresentati distintamente e non vanno compensati, con l'eccezione di tutte le voci riconducibili alla copertura di un rischio e alle attività e passività disciplinate dallo IAS 32. Nello schema di Conto Economico vengono introdotti dei risultati parziali, i margini⁷³, dall'analisi dei quali si può ottenere una più completa informazione sull'andamento delle varie attività della banca. A tale scopo, gli interessi attivi e passivi devono essere riportati separatamente. La circolare di Banca d'Italia che ha emanato i nuovi principi contabili per il settore bancario, diversamente da quelli emanati dallo IASB che prevedevano soltanto un contenuto minimale e non uno schema tassativo, ha anche definito i nuovi schemi dei documenti del bilancio. Lo Stato Patrimoniale, suddiviso in sezioni contrapposte, prevede le seguenti voci dell'attivo:

Numero	Voce Attivo Patrimoniale	T	T-1
10	Cassa e disponibilità liquide		
20	Attività finanziarie detenute per la negoziazione		
30	Attività finanziarie valutate al <i>Fair value</i>		
40	Attività finanziarie disponibili per la vendita		
50	Attività detenute sino alla scadenza		
60	Crediti verso banche		
70	Crediti verso clientela		
80	Derivati di copertura		

⁷² Lo IAS 39 prevede quattro classi di attività finanziarie: finanziamenti e crediti, investimenti posseduti sino alla scadenza, attività finanziarie al *Fair value* (valore equo) rilevato a conto economico e le attività finanziarie disponibili per la vendita.

⁷³ "Il margine d'interesse è il prodotto dei tassi di interesse applicati sulla consistenza dei prestiti accordati e dei finanziamenti ottenuti. È auspicabile che la direzione aziendale fornisca una nota esplicativa, con riferimento all'esercizio dei tassi medi di interesse, sulla consistenza media delle attività e delle passività fruttifere di interesse. In alcuni Paesi, le autorità governative assistono le banche facendo depositi e concedendo linee di credito a tassi di interesse sostanzialmente inferiori a quelli di mercato. In questi casi la nota esplicativa della direzione aziendale spesso indica l'ammontare di questi depositi e di queste facilitazioni e il loro effetto sul reddito netto". IAS 30, par.17. Sull'argomento ha scritto anche M. Rutigliano, in "L'analisi del bilancio delle banche. Rischi, misure di performance, adeguatezza patrimoniale", Egea, 2012.

90	Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)		
100	Partecipazioni		
110	Attività materiali		
120	Attività immateriali (con espressa indicazione dell'avviamento)		
130	Attività fiscali: a) correnti; b) anticipate (con separata indicazione di quelle relative alla L.214/2011)		
140	Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione		
150	Altre attività		

Tra le voci del passivo invece figurano:

Numero	Voce Passivo Patrimoniale	T	T-1
10	Debiti verso banche		
20	Debiti verso clientela		
30	Titoli in circolazione		
40	Passività finanziarie di negoziazione		
50	Passività finanziarie valutate al <i>Fair value</i>		
60	Derivati di copertura		
70	Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)		
80	Passività fiscali: a) correnti b) differite		
90	Passività associate ad attività in via di dismissione		
100	Altre passività		
110	Trattamento di fine rapporto		
120	Fondi per rischi e oneri: a) quiescenza e obblighi simili b) altri fondi		
130	Riserve da valutazione		
140	Azioni rimborsabili		
150	Strumenti di capitale		
160	Riserve		
170	Sovrapprezzi di emissione		
180	Capitale		
190	Azioni proprie		
200	Utile (perdita) d'esercizio (+/-) ⁷⁴		

⁷⁴ Gli schemi di Stato Patrimoniale sono stati tratti dalla circolare Banca d'Italia N.262, Allegato A, paragrafo 1, pag. 190 e 191.

Le maggiori differenze nella struttura dei documenti del bilancio si ritrovano nel Conto Economico, il quale oltre ad essere modificato nelle voci che lo compongono e nei criteri di redazione, introduce l'utilizzo di alcuni margini, utili per l'analisi dell'andamento aziendale.

In particolare, la nuova struttura del documento è la seguente:

Numero	Voce Conto Economico	T	T-1
10	Interessi attivi e proventi assimilati		
20	Interessi passivi e oneri assimilati		
30	Margine di interesse		
40	Commissioni attive		
50	Commissioni passive		
60	Commissioni nette		
70	Dividendi e proventi simili		
80	Risultato netto dell'attività di negoziazione		
90	Risultato netto dell'attività di copertura		
100	Utili (perdite) da cessione o riacquisto di: <i>a)</i> crediti; <i>b)</i> attività finanziarie disponibili per la vendita; <i>c)</i> attività finanziarie detenute sino alla scadenza; <i>d)</i> passività finanziarie.		
110	Risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al <i>Fair value</i>		
120	Margine di intermediazione		
130	Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di: <i>a)</i> crediti <i>b)</i> attività finanziarie disponibili per la vendita <i>c)</i> attività finanziarie detenute sino alla scadenza <i>d)</i> altre operazioni finanziarie		
140	Risultato netto della gestione finanziaria		
150	Spese amministrative: <i>a)</i> spese per il personale <i>b)</i> altre spese amministrative		
160	Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri		
170	Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali		
180	Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali		
190	Altri oneri/proventi di gestione		
200	Costi operativi		
210	Utili (Perdite) delle partecipazioni		
220	Risultato netto della valutazione al <i>Fair value</i> delle attività materiali e immateriali		
230	Rettifiche di valore dell'avviamento		
240	Utili (Perdite) da cessione di investimenti		
250	Utile (Perdita) della operatività corrente al lordo delle imposte		
260	Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente		
270	Utile (Perdita) della operatività corrente al netto delle imposte		

280	Utile (Perdita) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte		
290	Utile (Perdita) d'esercizio⁷⁵		

Al Conto Economico così descritto, va aggiunto il risultato dell'*Other Comprehensive Income*⁷⁶, per ottenere il Prospetto di Redditività Complessiva (*Statement of Comprehensive Income*). La circolare di Banca d'Italia prevede che il formato di questo prospetto sia il seguente:

Numero	Voci del Prospetto sulla Redditività Complessiva	T	T-1
10	Utile (Perdita) d'esercizio		
Altre componenti reddituali al netto delle imposte senza rigiro a Conto Economico			
20	Attività materiali		
30	Attività immateriali		
40	Piani a benefici definiti		
50	Attività non correnti in via di dismissione		
60	Quota delle riserve da valutazione delle partecipazioni valutate a patrimonio netto		
Altre componenti reddituali al netto delle imposte con rigiro a Conto Economico			
70	Copertura di investimenti esteri		
80	Differenze di cambio		
90	Copertura dei flussi finanziari		
100	Attività finanziarie disponibili per la vendita		
110	Attività non correnti in via di dismissione		
120	Quota delle riserve da valutazione delle partecipazioni valutate a patrimonio netto		
130	Totale altre componenti reddituali al netto delle imposte		
140	Redditività complessiva (Voce 10+130)⁷⁷		

⁷⁵ Lo schema di Conto Economico è stato tratto dalla circolare Banca d'Italia N. 262, Allegato A, paragrafo 2, pag. 192.

⁷⁶ Nel prospetto di OCI vanno inserite tutte quelle voci di ricavo e di costo che soddisfano la definizione del *Framework*, che però non possono essere iscritti nel *Profit or Loss*. In pratica si tratta di tutte quelle voci derivanti dalla rivalutazione delle poste al *Fair value*, dall'incremento delle attività *Available for Sale* come da IAS 39, gli utili e le perdite attuariali, le differenze cambi derivanti da conversioni dei conti di imprese che hanno una moneta legale diversa dall'euro, rivalutazioni di poste derivanti da errori o cambi di principi contabili. È possibile ricorrere ad un altro tipo di rappresentazione del prospetto di redditività complessiva, prevedendo due schemi separati piuttosto che uno suddiviso in due parti come quello appena descritto. Con questa seconda possibile rappresentazione, il primo documento può essere ricondotto al classico conto economico ante IAS (*Separate Income Statement*), mentre il secondo prospetto ospiterebbe tutte le voci derivanti dalle rivalutazioni delle poste al *Fair value* (*Statement of Comprehensive Income*). A riguardo si veda, R. Weil, K. Shipper, J. Francis, "*Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses*", Cengage Learning, 2012.

⁷⁷ Gli schemi del Prospetto di Redditività Complessiva sono stati tratti dalla circolare Banca d'Italia N. 262, Allegato A, paragrafo 3, pag. 194.

Il presente documento di Conto Economico, sia che venga redatto nella forma completa, sia che venga redatto suddividendolo in due prospetti separati, deve presentare i due documenti in maniera successiva in modo tale da fornire tutte le informazioni rilevanti per gli utilizzatori del bilancio.

Un altro documento introdotto, in forma obbligatoria, dalla circolare analizzata è il rendiconto finanziario, un documento che studia l'andamento dei flussi di cassa durante l'esercizio, suddividendolo per natura. In questo modo, è possibile determinare l'eventuale esigenza di liquidità in qualsiasi momento della gestione aziendale e non esclusivamente a fine anno. Il prospetto di rendiconto finanziario inoltre, tiene conto esclusivamente delle voci che comportano una movimentazione delle risorse finanziarie dell'impresa; ignora quindi tutte quelle poste che rappresentano costi o ricavi non monetari come l'ammortamento, le svalutazioni, le rivalutazioni e gli accantonamenti. Le principali aree del rendiconto finanziario di una banca sono differenti dalle aree principali del rendiconto finanziario delle società commerciali. Nel particolare queste sono tre: l'attività operativa, l'attività di investimento e l'attività di provvista⁷⁸. La circolare di Banca d'Italia spiega come il prospetto di rendiconto finanziario possa essere redatto in due modi differenti: diretto ed indiretto.

Secondo il metodo diretto, per ottenere il valore del flusso di cassa derivante dall'attività operativa, è necessario considerare tutte le voci di provento e di costo relative alla gestione ordinaria dell'attività, sommando (sottraendo) tutte quelle voci di costo (ricavo) non monetarie che sono state registrate in Conto Economico e tutte le voci di costo (ricavo) riconducibili all'attività d'investimento e/o di finanziamento (provvista). Al flusso così determinato andrà sommato il risultato netto delle altre due attività al fine di determinare il valore della liquidità generata o del fabbisogno di cassa del periodo.

⁷⁸La distinzione tra attività operativa e finanziaria nelle banche è minima. Per evitare dubbi sul trattamento delle voci, per le banche è stato modificato l'assetto di base del rendiconto finanziario, prevedendo l'attività di raccolta in luogo di quella finanziaria come da IAS 7.

Secondo il metodo indiretto, per ottenere il valore del flusso di cassa dell'attività operativa, bisogna partire dal risultato netto d'esercizio e rettificarlo secondo gli effetti di: "variazioni delle rimanenze e dei crediti e debiti generati dall'attività operativa avvenute nel corso dell'esercizio; elementi non monetari quali l'ammortamento, gli accantonamenti, le imposte differite, gli utili e le perdite di cambio non realizzati, gli utili di collegate non distribuiti, e le quote di pertinenza di terzi; tutti gli altri elementi i cui effetti monetari sono flussi finanziari delle attività di investimento o finanziaria"⁷⁹. Il prospetto completo, il quale differisce esclusivamente nel primo punto dell'attività operativa, come descritto dalla circolare 262, è il seguente:

A) Attività Operativa		Importo	
		T	T-1
1. Gestione (metodo diretto)	1. Gestione (metodo indiretto)	(+/-)	
<ul style="list-style-type: none"> - interessi attivi incassati (+) - interessi passivi pagati (-) - dividendi e proventi simili (+) - commissioni nette (+/-) - spese per il personale (-) - altri costi (-) - altri ricavi (+) - imposte e tasse (-) - costi/ricavi relativi ai gruppi di attività in via di dismissione e al netto dell'effetto fiscale (+/-) 	<ul style="list-style-type: none"> - risultato d'esercizio (+/-) - plus/minusvalenze su attività finanziarie detenute per la negoziazione e su attività/passività finanziarie valutate al <i>Fair value</i> (-/+) - plus/minusvalenze su attività di copertura (-/+) - rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento (+/-) - rettifiche/riprese di valore nette su immobilizzazioni materiali e immateriali (+/-) - accantonamenti netti a fondi rischi ed oneri ed altri costi/ricavi (+/-) - imposte, tasse e crediti d'imposta non liquidati (+/-) - rettifiche/riprese di valore nette dei gruppi di attività in via di dismissione al netto dell'effetto fiscale (+/-) - altri aggiustamenti (+/-) 		
2. Liquidità generata/assorbita dalle attività finanziarie		(+/-)	
<ul style="list-style-type: none"> - attività finanziarie detenute per la negoziazione - attività finanziarie valutate al <i>Fair value</i> - attività finanziarie disponibili per la vendita - crediti verso clientela - crediti verso banche: a vista - crediti verso banche: altri crediti - altre attività 			
3. Liquidità generata/assorbita dalle passività finanziarie		(+/-)	
<ul style="list-style-type: none"> - debiti verso banche: a vista - debiti verso banche: altri debiti - debiti verso clientela - titoli in circolazione 			

⁷⁹ IAS 7 "Rendiconto Finanziario", par.20 "Presentazione dei flussi finanziari dell'attività operativa".

- passività finanziarie di negoziazione - passività finanziarie valutate al <i>Fair value</i> - altre passività		
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività operativa	A(+/-)	
B) Attività di Investimento		
1. Liquidità generata da	(+)	
- vendite di partecipazioni - dividendi incassati su partecipazioni - vendite/rimborsi di attività finanziarie detenute sino alla scadenza - vendite di attività materiali - vendite di attività immateriali - vendite di rami d'azienda		
2. Liquidità assorbita da	(-)	
- acquisti di partecipazioni - acquisti di attività finanziarie detenute sino alla scadenza - acquisti di attività materiali - acquisti di attività immateriali - acquisti di rami d'azienda		
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività d'investimento	B (+/-)	
C) Attività di Provvista		
- emissioni/acquisti di azioni proprie - emissioni/acquisti di strumenti di capitale - distribuzione dividendi e altre finalità		
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività di provvista	C (+/-)	
LIQUIDITÀ NETTA GENERATA/ASSORBITA NELL'ESERCIZIO	D=A+/-B+/- C	

Il patrimonio netto di una banca e le dinamiche ad esso legate sono un argomento che merita di essere trattato separatamente, in virtù dell'enorme attenzione che le discipline nazionali e internazionali gli hanno riservato. Quindi, prima di spostare l'attenzione sull'avviamento ed il relativo trattamento contabile, si vuole approfondire l'analisi del Patrimonio Netto delle banche, riportando quanto affermato di recente in ambito internazionale, con lo scopo di fornire una visione completa sulle poste del bilancio bancario.

2.4 Il Patrimonio Netto nelle banche: le nuove disposizioni secondo Basilea 3

Sul capitale di una banca e sul suo patrimonio vi è sempre stata una forte attenzione da parte della disciplina sia nazionale che internazionale. Il motivo di questa particolare attenzione risiede nell'importanza della stabilità patrimoniale, della sicurezza che una banca riesce a trasmettere ai propri clienti e della capacità di resistere ai periodi di crisi finanziaria. Per questo motivo si è sentita l'esigenza di

armonizzare i prospetti informativi dei vari istituti di credito, soprattutto per fornire maggiori garanzie ai risparmiatori e maggiore protezione alle banche, specialmente in un contesto di forte crisi finanziaria come quello attuale e di definire delle regole precise che vadano a limitare l'esposizione al rischio da parte delle banche. I regolamenti maggiormente significativi in materia di vigilanza bancaria sono, senza ombra di dubbio, quelli emanati dal Comitato Internazionale di Basilea. Dal momento che tale comitato non ha poteri legislativi, le proposte emanate devono essere recepite dalle varie giurisdizioni locali, alle quali viene fornita la possibilità di applicare deroghe a quanto consigliato. Il primo regolamento emanato dal Comitato Internazionale di Basilea risale al 1988 ed è volto principalmente a limitare la pericolosa attività di investimento messa in atto da alcuni istituti creditizi. L'“*Accordo di Basilea*” prevedeva un requisito patrimoniale minimo per far fronte al rischio di credito⁸⁰ al quale la banca era esposta, in ragione dei suoi investimenti. Tale requisito patrimoniale consisteva in un importo di capitale e riserve da accantonare per assicurare i correntisti circa la solvibilità della banca. La funzione che definiva l'importo del requisito patrimoniale minimo (RPM), o coefficiente di solvibilità, era la seguente:

$$RPM = \frac{\text{Patrimonio di Vigilanza}}{\text{Attivo ponderato per il rischio di credito}} \geq 8\%$$

Il Patrimonio di Vigilanza situato al numeratore della formula era la risultante della somma tra il patrimonio di base (o *Tier 1*) e il patrimonio supplementare (o *Tier 2*). Il patrimonio di base era composto da capitale sociale e riserve palesi; il patrimonio supplementare invece, era composto da fonti di diversa natura che, essendo privilegiate rispetto al capitale sociale e non avendo una destinazione specifica

⁸⁰ Per rischio di credito si intende il rischio di subire perdite a fronte di un declassamento del merito creditizio, o della sopravvenuta impossibilità, di un soggetto presso il quale la banca ha effettuato investimenti, a ripagare il debito contratto. A riguardo si veda: A. Resti “*Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche: una guida metodologica*”, Alpha Test, 2001; P. Savona, A. Sironi “*La gestione del rischio di credito. Esperienze e modelli nelle grandi banche italiane*”, Bancaria Editrice, collana Imprese e Credito, 2000; G. De Laurentis “*Il rischio di credito: i fidi bancari nel nuovo contesto teorico, normativo e di mercato*”, Egea, 1994.

all'interno dell'attività bancaria, costituivano un ulteriore presidio per i capitali dei correntisti e per i creditori della banca⁸¹. Le attività poste al denominatore della formula dovevano essere ponderate per il rischio connesso alla controparte; per far ciò, venne stilata una tabella riportante una lista di possibili esposizioni e la loro ponderazione per il rischio. Le ponderazioni previste erano di quattro tipi: 0% ad esempio per i crediti verso i governi centrali; 20% per crediti verso banche multilaterali o garantiti da queste; 50% per i crediti garantiti con ipoteca sull'immobile; 100% per i crediti verso le imprese o banche con sede legale fuori dall'OCSE. In particolare, la tabella riportava quanto di seguito:

Ponderazioni per il rischio di credito			
Ponderazione 0%	Ponderazione 20%	Ponderazione 50%	Ponderazione 100%
Cassa e valori Assimilati	Crediti verso banche multilaterali di sviluppo	Mutui garantiti da ipoteche su proprietà immobiliari di tipo residenziale	Crediti verso imprese del settore privato
Crediti verso banche centrali e governi dei paesi OCSE	Crediti verso banche dei paesi OCSE		Partecipazioni in imprese private
Titoli di stato emessi da governi dei paesi OCSE	Crediti verso enti del settore pubblico di paesi OCSE		Crediti verso banche e governi centrali di paesi non OCSE
	Crediti, di durata inferiore a 1 anno, nei confronti di banche di paesi OCSE		Impianti e altri investimenti fissi

Fonte: Comitato di Basilea, Accordo sul capitale minimo delle banche, 1988.

⁸¹ Sulla definizione di Patrimonio di Vigilanza si veda: M. Comana, *"Vigilanza sul capitale e gestione della banca"*, Egea, 1990; G. Ceccacci, C. Rigato, P. Camanzi, *"Basilea 2 per piccole e microimprese"*, Edizioni FAG, 2006; C. Zazzara *"Le implicazioni regolamentari dell'utilizzo dei modelli per il rischio di credito"*, Edibank, 2000.

In seguito all'emanazione di questo primo accordo, vi furono diverse rivisitazioni volte a risolvere alcuni dei limiti esistenti nel modello. Ad esempio, venne introdotto nella formula del requisito patrimoniale minimo il concetto di "rischio di mercato", con le relative tecniche di ponderazione. Alla luce dell'emendamento del 1996, la formula per la stima del requisito patrimoniale minimo venne modificata in modo tale da comprendere al denominatore anche le attività ponderate per il rischio di mercato. La nuova formula era la seguente:

$$RPM = \frac{\text{Patrimonio di Vigilanza}}{\text{Attività ponderate per il rischio di credito} + 12,5 * RPRM} \geq 8\%$$

dove RPRM = requisito patrimoniale minimo per i rischi di mercato⁸².

In seguito all'analisi approfondita dei limiti del primo accordo di Basilea, è stata emanata una seconda versione dell'accordo, molto più dettagliata, il cosiddetto accordo "**Basilea 2**". Il nuovo accordo si basava su di una struttura tripartita, la quale affronta nuovi problemi. Tale struttura prevedeva tre "pilastri": il requisito patrimoniale, il controllo prudenziale e la disciplina di mercato. Le principali novità apportate dal primo pilastro erano l'introduzione del rischio operativo nel calcolo del requisito patrimoniale minimo e l'utilizzo dei rating, definiti dalla banca stessa, per affinare l'analisi del rischio di credito. Alla luce di quanto disposto dal nuovo accordo di Basilea, la formula per la determinazione del requisito patrimoniale minimo era data dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza e la sommatoria dei tre rischi previsti (credito, mercato e operativo), ponderati per l'attivo esposto a tale rischio. Nel particolare la formula recitava:

$$RPM = \frac{\text{Patrimonio di Vigilanza}}{RWA (\text{rischio di credito}) + 12,5 * (RPRM + RPRO)} \geq 8\%$$

dove RWA = *Risk Weighted Asset* (Attivo Ponderato per il Rischio) e RPRO = requisito patrimoniale minimo per il rischio operativo⁸³.

⁸² Per approfondimenti sul processo che ha portato all'aggiornamento della formula, si veda: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "*Presentazione dell'emendamento dell'accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato*", 1996 (rivista nel 2005).

Il nuovo accordo di Basilea forniva anche le linee guida per la formazione dei *rating* per la stima del rischio di credito, affermando in primo luogo che la stima può essere effettuata seguendo tre metodologie diverse, ossia:

- metodo *standard*, generalmente usato dalle banche di piccole dimensioni;
- metodo *Internal Rating Based (IRB Foundation)*;
- metodo *Internal Rating Based avanzato (IRB Advanced)*.

Unica caratteristica comune ai tre metodi è il ruolo svolto dalle garanzie debitorie che potevano abbattere il valore di patrimonio minimo da accantonare. Le garanzie prestate potevano essere di due tipologie principali: personali e reali.

Le garanzie personali, se emesse da Governi centrali, banche o enti con alto rating, permettevano di sostituire tale maggior *rating* a quello del soggetto indebitato. Le garanzie di tipo reale invece operavano direttamente sulle percentuali di ponderazione, come esposto nel primo accordo di Basilea⁸⁴.

Il metodo *standard* consiste in una forma aggiornata del metodo di stima del requisito patrimoniale del primo accordo di Basilea, con l'introduzione del nuovo *rating* che verrebbe affidato dalla banca ad una società di *rating* esterna. Un'altra novità dell'accordo era l'introduzione di una ripartizione dei possibili debitori della banca in tre segmenti principali, basati sul fatturato e sull'importo preso a prestito. Tale ripartizione prevedeva:

- la classe "*Corporate*", per le società con un fatturato superiore ai 50 milioni di euro e con un finanziamento da parte della banca di importo superiore al milione di euro;

⁸³ Sul concetto di rischio operativo si rimanda a: G. Birindelli, P. Ferretti, "*Evoluzione del rischio operativo nelle imprese bancarie. Regolamentazione, implicazioni gestionali e testimonianze*", Giuffrè, 2006; G. Gabbi, M. Massaccesi, "*Il rischio operativo nelle banche. Aspetti teorici ed esperienze aziendali. Misurazione e gestione*", Egea, 2005; S. Cosma, "*La misurazione del rischio operativo nelle banche. Basilea 2, regole nazionali ed europee, approcci, modelli e tecniche innovativi*", Bancaria editrice, 2006.

⁸⁴ Il ruolo delle garanzie debitorie in Basilea viene affrontato da M. Muscettola in "*Basilea 2: diagnosi e terapie. Guida pratica per le imprese*", Franco Angeli, 2006 e da C. Marcolini in "*Il rapporto banca-impresa alla luce di Basilea 2*", Editrice le fonti, 2008.

- la classe “*SME Corporate*”, per le società con un fatturato compreso tra i 5 e i 50 milioni di euro e con un finanziamento da almeno un milione di euro;
- la classe “*Retail*”, per le società ed i privati con un fatturato inferiore ai 5 milioni di euro ed un finanziamento inferiore al milione.

I primi due segmenti richiedevano una ponderazione per il rischio basata sul *rating* della società stessa, mentre il terzo, composto principalmente da enti di piccole dimensioni, venne ritenuto poco significativo ai fini del rischio, perciò ogni importo rientrante in questo segmento era da ponderare al 75%, indipendentemente dall’esistenza di un *rating*. Venne infine introdotta nello schema delle ponderazioni possibili una nuova classe, rappresentata dai prestiti scaduti da almeno novanta giorni (con possibilità di deroga ad almeno centottanta in condizioni particolari), i quali erano ponderati al 150% del valore del prestito bancario⁸⁵. Questa nuova classe di ponderazione trovava giustificazione nell’ipotesi che il ritardato pagamento fosse sintomo di una situazione finanziaria in crisi. Per quanto riguarda, invece, le ponderazioni legate al *rating* il comitato di Basilea dettò regole precise: ad esempio, per la classe “*Corporate*” prevedeva una ripartizione delle ponderazioni in cinque categorie principali, di seguito riportate:

Da AAA a AA	Da A+ a A-	Da BBB a BB-	Inferiore a BB-	Senza rating
20%	50%	100%	150%	100%

Fonte: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, 2006.

Il metodo basato sul *rating* interno si rivolge a quelle banche di dimensioni rilevanti che non intendono esternalizzare il servizio a società terze.

All’interno di questo modello sono previste due varianti principali, ossia l’IRB di base (per le banche con discreta esperienza nell’attività di *rating*) e l’IRB avanzato (per le

⁸⁵ Un’analisi approfondita sull’argomento è stata effettuata da P. Di Biase nell’opera “*Rating esterni e Basilea 2*”, Edizioni scientifiche italiane, 2008; in argomento si veda anche: Paganin “*Le variabili rilevanti nel rating esterno. Un’applicazione alle imprese italiane*”, Editrice Le Fonti, 2008.

banche che hanno dimostrato eccellenti capacità nel calcolo del *rating* dei propri debitori). Le metodologie in questione definivano il rischio di credito come risultante di quattro componenti, cioè:

- la *Probability of Default* (PD), definita dal *rating*;
- la *Exposure at Default* (EAD)⁸⁶, rappresenta l'importo residuo del finanziamento al momento dell'insolvenza;
- il *Loss Given Default* (LGD), rappresenta una stima della percentuale di credito perso in caso di insolvenza, al netto delle restituzioni plausibili;
- la *Maturity* (M), rappresenta la vita residua del debito.

La differenza tra i due modelli di IRB consiste nella possibilità di stimare direttamente o meno le quattro componenti del rischio appena elencate. Nella versione base della metodologia, la banca avrebbe potuto stimare internamente solo la *Probability of Default*, mentre avrebbe dovuto affidare a società di *rating* la definizione delle altre tre componenti. Nella versione avanzata del modello, invece, venne riconosciuta piena libertà alla banca circa la definizione delle componenti del rischio di credito.

Per la stima della *Probability of Default*, il comitato di Basilea non ha voluto strutturare un processo ben definito, ma ha preferito lasciare piena libertà alle banche circa la costruzione del modello. L'unica raccomandazione riguardava i documenti legati al modello: si richiedeva infatti una trasparente informativa sui criteri utilizzati per costruire i modelli e sui *database* utilizzati per ottenere le informazioni rilevanti. Inoltre, si raccomandava un costante monitoraggio sull'efficacia del modello stimato ed eventuali aggiornamenti in caso di scarsa utilità⁸⁷. Per allineare tutti i modelli costruiti dalle banche, il Comitato si pose il problema di definire in maniera univoca il concetto di *default*. La definizione, scelta

⁸⁶ L'EAD non rappresenta un valore fisso poiché dipende dal tipo di esposizione per la quale si sta valutando il rischio, ad esempio un fido bancario può prevedere l'intero utilizzo del fondo in una data successiva a quella d'analisi. Sull'argomento si veda A. Bonifazi, G. Troise, "*Basilea 2. Leve di governo del rating bancario*", pag.31 e seguenti, Ipsa, 2007.

⁸⁷ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*", 2006, pag. 64 e seguenti.

a valle dell'analisi condotta, forniva una doppia interpretazione del *default* di un'impresa:

- una soggettiva, secondo la quale la banca, considerando improbabile che il debitore onorasse per intero le sue obbligazioni, nonostante le azioni di recupero messe in atto, considerava il debitore in *default*;
- una oggettiva, secondo la quale il debitore veniva definito in *default* se risultava moroso da oltre novanta giorni su qualsiasi posizione debitoria.

Da questa definizione di *default* si poteva evincere che il Comitato avesse introdotto il principio del "*cross default*", ossia che la situazione d'insolvenza del debitore su una sola posizione comportava lo stato di *default* su tutte le sue posizioni. Inoltre, il documento non parlava di insolvenza ma di inadempimento, facendo ricadere in questa definizione molte più fattispecie⁸⁸.

Poiché la definizione fornita risultava troppo stringente, specialmente in contesti di crisi, il comitato decise di prevedere delle restrizioni; in particolare affermò che:

- il principio del *cross default* non poteva essere usato per i crediti al settore *retail*;
- per le esposizioni *retail* e per quelle verso il settore pubblico, le Autorità di Vigilanza locali potevano prevedere una deroga ai novanta giorni di inadempienza, espandendoli a centottanta⁸⁹.

La misura della *Loss Given Default*, come anticipato, dipendeva dal tipo di metodo di stima del rischio di credito scelto. Se si sceglieva un metodo IRB di base, la banca

⁸⁸ "Si ritiene che sia intervenuta una inadempienza (*default*) in relazione a un particolare obbligato allorché si verifica almeno uno degli eventi sotto indicati: la banca giudica improbabile, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione di eventuali garanzie, che l'obbligato adempia in toto alle sue obbligazioni creditizie verso il gruppo bancario; l'obbligato presenta verso il gruppo bancario crediti scaduti rilevanti da oltre 90 giorni. Gli sconfinamenti di conto sono considerati alla stregua di crediti scaduti dal momento in cui l'obbligato ha superato l'importo accordato o ha ricevuto notifica di un accordato inferiore al saldo corrente in essere", Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali", 2006, pag.107 e 108.

⁸⁹ Tale deroga veniva prevista, esclusivamente per l'Italia e per la durata di cinque anni dall'emanazione del documento, anche per i crediti verso il settore corporate.

doveva utilizzare i dati forniti dalla società di *rating* per ponderare la rischiosità del proprio attivo. In genere, si prevedeva una ponderazione pari al 45% per i prestiti non garantiti, del 75% per i prestiti subordinati e valori inferiori al 45% per tutti i prestiti accompagnati da garanzie reali. Se invece si optava per il metodo avanzato, non venivano posti limiti alla costruzione del modello di *Loss Given Default*⁹⁰.

Anche per la stima dell'*Exposure at Default* e della *Maturity* si poneva la differenza tra il metodo base e quello avanzato, infatti per il primo si prevedeva l'obbligo di ponderazione del 100% del valore dell'esposizione alla data di *default* e si fissava una data scadenza (in genere due anni e mezzo), mentre per il metodo avanzato veniva lasciata piena libertà nella definizione del modello.

L'introduzione di una terza componente nel denominatore della funzione del requisito patrimoniale minimo era una delle innovazioni più rilevanti del primo pilastro del nuovo accordo. Similmente al processo di stima del rischio di credito, il Comitato prevedeva tre metodologie di stima del rischio operativo, differenziate in base al grado di complessità e sofisticazione.

In particolare, le metodologie previste erano:

- il metodo di base (*Basic Indicator Approach*, BIA);
- il metodo standardizzato (*Standardised Approach*, TSA);
- i metodi avanzati di misurazione (*Advanced Measurement Approach*, AMA).

Secondo il metodo di base il requisito patrimoniale veniva calcolato prendendo in considerazione un coefficiente di ponderazione fisso (il 15%), da moltiplicare per la media dei valori positivi del margine di intermediazione degli ultimi tre anni. Il secondo metodo, più articolato ma più affidabile, prevedeva l'utilizzo di diversi coefficienti di ponderazione (*beta*), per tenere conto delle varie attività (linee di

⁹⁰ Nella pratica l'ammontare della *Loss Given Default* dipendeva, oltre che dal tipo di operazione e dalle garanzie previste, anche dalla capacità di recupero del credito da parte della banca, dal profilo del cliente e da alcuni indicatori esterni di rischiosità (fasi del ciclo economico, dinamiche legate ai tassi d'interesse, etc.). In merito si segnala un'opera dell'Associazione Bancaria Italiana: "*Loss given default: aspetti metodologici e proposta di una struttura dati per la stima*", Bancaria editrice, 2002.

business) svolte dalla banca, da moltiplicare per il margine di intermediazione delle singole linee di *business* degli ultimi tre anni. L'ultimo metodo previsto da Basilea 2 era accessibile esclusivamente agli intermediari finanziari che avessero sviluppato al proprio interno un sistema di misurazione del rischio operativo, previa autorizzazione da parte delle Autorità di Vigilanza, il quale permetteva alle imprese di sviluppare il loro modello di misurazione senza restrizioni⁹¹. Tra le varie tipologie di modelli creati dalle banche, due tipologie sembravano essere ricorrenti: il "*loss distribution approach*", che si basava sulle perdite subite negli anni precedenti per stimare quelle future, e lo "*scenario based approach*", che utilizzava delle tecniche di simulazione di possibili scenari per prevedere le perdite future.

Il controllo prudenziale previsto dal secondo pilastro si fondava su quattro principi chiave, che definivano il processo di controllo:

1. le banche devono disporre di un procedimento per valutare l'adeguatezza patrimoniale complessiva in rapporto al loro profilo di rischio e di una strategia per il mantenimento dei livelli patrimoniali;
2. le Autorità di Vigilanza devono riesaminare e valutare il procedimento interno di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche e le connesse strategie, nonché la loro capacità di monitorarne e assicurarne la conformità con i requisiti patrimoniali obbligatori. Le Autorità di Vigilanza devono adottare appropriate misure prudenziali qualora non siano soddisfatte dei risultati di tale processo;
3. le autorità di vigilanza auspicano che le banche operino con una dotazione patrimoniale superiore ai coefficienti minimi obbligatori, e devono avere la facoltà di richiedere alle banche di detenere un patrimonio superiore a quello minimo regolamentare;

⁹¹ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*", 2006, pag. 120 e seguenti. Sull'argomento hanno scritto F. Campanella, A. Zampanella, "*La regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio del settore bancario*", Maggioli editore, 2014; A. Pappadà, "*I rischi operativi nelle banche. Misurazione e gestione*", Bancaria editrice, 2001.

4. le autorità di vigilanza devono cercare di intervenire in una fase precoce per evitare che il patrimonio di una determinata banca scenda al disotto dei livelli minimi compatibili con il suo profilo di rischio, ed esigere l'adozione di pronte misure correttive se la dotazione di patrimonio non viene mantenuta o ripristinata⁹².

Infine, il terzo pilastro dell'accordo di Basilea 2 prevedeva la diffusione di un'informativa, indirizzata a tutti gli *stakeholders*, che illustrasse i veri profili di rischio ed i livelli di capitalizzazione della banca, al fine di permettere un'approfondita analisi sulla solidità. L'informativa si componeva di due parti essenziali: una fondamentale, che riportava le informazioni necessarie per garantire il funzionamento della disciplina di mercato, e una supplementare, che riportava tutte le altre informazioni necessarie per soddisfare i criteri relativi alla disclosure. Il terzo pilastro definiva altresì due principi da rispettare durante la redazione dell'informativa di mercato, ossia il principio della rilevanza e quello della frequenza. Il primo individuava il tipo di informazioni da riportare, affermando che risultano rilevanti le informazioni senza le quali il giudizio e/o le decisioni di un soggetto terzo possano essere influenzate o modificate. Il secondo stabiliva la cadenza con la quale tali informazioni andrebbero aggiornate, suddividendole per gradi di rilevanza⁹³.

La diffusione della crisi finanziaria ha messo a nudo i limiti di Basilea 2 e delle misure cautelari prese dalle banche per proteggere i loro patrimoni; si è sentita perciò l'esigenza di un rinnovato accordo volto a proteggere e guidare gli intermediari finanziari all'interno della crisi. Il terzo accordo di Basilea fu concluso nel 2010. Tale

⁹² Questi quattro principi integrano quelli delineati nelle linee guida prudenziali elaborate dal comitato di Basilea, in particolare i "*Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*" (1997) e la relativa "*Metodologia dei Principi fondamentali*" (1999).

⁹³ Esistono contesti in cui le esposizioni al rischio di mercato varia molto rapidamente, per questi è previsto un aggiornamento dell'informativa almeno trimestrale. Per gli altri contesti la cadenza definita è di sei mesi. La struttura dell'informativa inoltre dovrebbe essere rivista almeno con cadenza annuale, preferibilmente in contemporanea con la redazione del bilancio annuale. In materia si veda: E. Dellarosa, R. Razzante, "*Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, Mifid e compliance*", Franco Angeli, 2010.

accordo è stato recepito in Italia dalla circolare N. 285 di Banca d'Italia del 17 dicembre 2013, con le seguenti novità:

1. un miglioramento nella qualità e quantità del capitale proprio delle banche;
2. l'introduzione di un "buffer" aggiuntivo, volto ad eliminare la ciclicità del requisito patrimoniale minimo;
3. l'aumento dei requisiti patrimoniali per coprire i rischi di mercato e di controparte (credito);
4. l'introduzione di una leva finanziaria (*leverage ratio*), con lo scopo di integrare l'analisi dei rischi con le poste fuori bilancio;
5. l'introduzione di due indicatori di liquidità di breve e medio termine;
6. l'introduzione di requisiti minimi maggiorati per le banche che investano in intermediari finanziari classificati di "rilevanza sistemica"⁹⁴.

I miglioramenti apportati al capitale proprio delle banche riguardano la definizione del patrimonio netto e delle voci che lo compongono. In particolare, dal punto di vista quantitativo, si è stabilito che il "Common Equity Tier 1" debba essere almeno pari al 4,5% del RWA e che il Tier 1 complessivo sia almeno pari al 6%. Non è stata modificata la soglia dell'8% del requisito patrimoniale minimo. Dal punto di vista qualitativo, il Comitato di Basilea definisce come "Common Equity Tier 1", la risultante della somma tra le azioni ordinarie emesse dalla banca, la riserva di sovrapprezzo delle azioni emesse, la riserva di utili portati a nuovo e le riserve di rivalutazione e altre riserve palesi⁹⁵. Viene anche definito il concetto di Tier 1 addizionale, che si compone di tutti gli strumenti rappresentativi del capitale della banca che non hanno risposto ai requisiti del CET 1, le riserve di sovrapprezzo di tali azioni, le azioni emesse da "filiazioni consolidate" della banca, detenute da terzi e gli aggiustamenti regolamentari previsti. Per Tier 2 si intende, invece, la somma

⁹⁴ Per approfondimenti su tutte le novità apportate dall'accordo di Basilea 3 si rimanda a: F. Masera, G. Mazzoni, "Basilea III. Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi", Franco Angeli, 2012.

⁹⁵ Il comitato ha definito anche i criteri, particolarmente stringenti, per poter inserire gli strumenti finanziari nel CET 1. Per un'analisi approfondita in materia si rimanda a: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari", par. 51 e seguenti.

algebraica delle seguenti poste: gli strumenti emessi dalla banca che soddisfano i criteri di computabilità nel patrimonio supplementare (e non ricompresi nel patrimonio di base); la riserva da sovrapprezzo di queste azioni; gli strumenti emessi da “filiazioni consolidate” della banca e detenuti da terzi; alcuni accantonamenti per perdite su crediti; gli aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del patrimonio supplementare. Il *Tier 3* (che era composto dalle obbligazioni di durata superiore ai due che non potevano essere usate per coprire le perdite occorse, ma potevano essere sospesi in pagamento di capitale e interessi nel caso in cui dovessero esserci delle riduzioni del Patrimonio Netto al di sotto del minimo legale) è stato eliminato.

La nuova definizione di patrimonio di vigilanza rappresenta, però, soltanto un valore minimo da mantenere per le banche, valore insufficiente ad affrontare un periodo di crisi senza subirne le conseguenze in misura eccessiva; per questo motivo, è stato pensato di introdurre un “*buffer*” di capitale aggiuntivo, costituito interamente da riserve di utili, per rafforzare la posizione finanziaria e patrimoniale degli istituti creditizi in caso di *shock* nel mercato finanziario⁹⁶. A tale scopo, è stata ideata una tabella di valori, riportante una percentuale di utili da accantonare a seconda della dimensione del *Common Equity Tier 1*.

Di seguito viene riportata la citata tabella⁹⁷:

Requisiti minimi di conservazione del capitale relativi a una singola banca	
Coefficiente <i>Common Equity Tier 1</i>	Percentuale di utili da accantonare
4,5% - 5,125%	100%
>5,125% - 5,75%	80%
>5,75% - 6,375%	60%
>6,375% - 7,0%	40%
> 7,0%	0%

⁹⁶ Sull’argomento scrive il Centro Studi IPE, ne “*Il passaggio da Basilea 2 a Basilea 3: gli effetti sui mercati e sui bilanci bancari*”, De Frede editore, 2011.

⁹⁷ Fonte: Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari, pag. 61.

Numerose novità sono state introdotte anche nei metodi di stima del rischio di credito e del rischio di mercato. Per la gestione del rischio di credito sono stati previsti due principali interventi, da integrare con quanto affermato nel documento redatto nel 2009 per affrontare il rischio di mercato dopo l'inizio della crisi, "Basilea II.5". Il primo intervento consiste nell'introduzione, nel Primo Pilastro, di un requisito patrimoniale a copertura di eventuali perdite causate dalle variazioni dei prezzi di mercato, in caso di declassamento del merito creditizio di un debitore (*Credit Valuation Adjustment, CVA*), mentre il secondo intervento vuole introdurre il criterio dello "*Stressed VaR*" nei modelli interni di stima del rischio di credito⁹⁸.

Altra novità di Basilea 3 è rappresentata dalla introduzione di un indicatore minimo di leva finanziaria non aggiustato per il rischio. Tale indicatore è dato dal rapporto tra il *Tier 1* e la somma di impieghi non ponderati per uno dei rischi previsti e le attività "fuori bilancio". Il rapporto così indicato dovrà essere almeno pari al 3%. In formula:

$$\text{Leverage ratio} = \frac{\text{Tier 1}}{\text{Impieghi non ponderati} + \text{Attività fuori bilancio}} \geq 3\%$$

L'obiettivo di questo indicatore è quello di porre un limite all'eccessiva crescita dei *leverage* finanziari delle banche e di mitigare il rischio di modello al quale una banca potrebbe essere esposta qualora dovesse optare per uno dei modelli interni di stima⁹⁹. A questo indicatore di tipo patrimoniale se ne aggiungono due basati sui flussi di cassa a breve e medio periodo: il *Liquidity Coverage Ratio* ed il *Net Stable Funding Ratio*. A guidare l'analisi sottostante questi indicatori vi è sempre il modello dello "*stressed VaR*": infatti, con il primo coefficiente viene misurata la capacità della banca a resistere a trenta giorni di deflussi di tesoreria, in situazioni di *stress* del mercato; con il secondo indicatore si vuole rappresentare la capacità della banca

⁹⁸ Sullo *stressed VaR* ha scritto, J.C. Hull, in "*Risk Management and Financial Institutions*", Wiley, 2012. Sul concetto di Credit Valuation Adjustment, si veda: J. Gregory, "*Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment: A Continuing Challenge for Global Financial Markets*", Wiley, 2012.

⁹⁹ Tale indicatore si calcola facendo riferimento anche alle passività fuori bilancio in modo tale da limitare i casi di "arbitraggio". A riguardo si veda, M. De Bellis, "*La regolazione dei mercati finanziari*", Giuffrè, 2012.

di bilanciare le fonti e gli impieghi di risorse stabili, al fine di minimizzare il gap di scadenze fra attivo e passivo¹⁰⁰. Si riportano di seguito gli algoritmi degli indicatori dianzi descritti:

$$\text{Liquidity Coverage Ratio} = \frac{\text{Consistenza di attività liquide di elevata qualità}}{\text{Deflussi di cassa previsti nei prossimi 30 giorni}} \geq 100\%$$

$$\text{Net Stable Funding Ratio} = \frac{\text{Ammontare disponibile di raccolta stabile}}{\text{Ammontare richiesto di raccolta stabile}} > 100\%$$

Con il terzo accordo di Basilea, infine, sono state prese alcune misure aggiuntive per tutelare il patrimonio delle banche che abbiano delle attività presso enti di rilevanza sistemica¹⁰¹. Questi istituti, nel calcolo delle perdite inattese su esposizioni nei confronti di tali enti, dovranno applicare ai valori correnti un coefficiente di correlazione maggiorato (1,25 anziché 1).

Terminata l'analisi preliminare sulle principali peculiarità dell'attività bancaria e del suo bilancio, si vuole ora riportare l'attenzione sugli argomenti centrali di questo lavoro, ossia l'avviamento ed il suo trattamento contabile.

2.5 L'avviamento nel bilancio della banca: il trattamento contabile nel contesto italiano e internazionale

Prima dell'introduzione degli IAS, come anticipato, il bilancio delle banche era regolamentato dalle circolari di Banca d'Italia e da specifiche leggi, le quali disciplinavano anche l'avviamento ed il suo trattamento contabile.

¹⁰⁰ Sull'argomento hanno scritto diversi autori, ad esempio F. Battaglia, in *"Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?"*, Franco Angeli, 2014; G. Adalsteinsson, in *"The Liquidity Management Guide: From Policy to Pitfalls"*, Wiley, 2014; R. Ruozi, P. Ferrari *"Liquidity Risk Management in Banks: Economic and Regulatory Issues"*, Springer Science & Business Media, 2012.

¹⁰¹ Si tratta di tutte le banche, le società d'assicurazione ed i *broker/dealer* con attività almeno pari a 25 miliardi di dollari e tutti gli *hedge fund*.

Nel decreto N. 87 del 1992 tra le voci dello Stato Patrimoniale, figurava, tra le altre, la voce "Avviamento", intendendo tale, il maggior valore intrinseco di un'impresa o di un suo segmento. L'avviamento così inteso può trarre origine, tra le tante cause, da un extra reddito percepito o da un miglior posizionamento sul mercato rispetto ai principali *competitors*. L'avviamento, secondo l'articolo 16 della Direttiva (in linea con quanto affermato nella direttiva comunitaria N. 78/660), doveva essere ammortizzato entro cinque anni. Tuttavia veniva lasciata la possibilità di sottoporre l'avviamento ad ammortamento sistematico per una durata superiore ai cinque anni, purché non venisse superata la durata per l'utilizzazione del bene stesso e fosse spiegato largamente in Nota Integrativa il motivo di tale maggior vita utile.

Dal 2005, tramite il Decreto Legislativo del 28 febbraio 2005, n. 38, come più volte ricordato, sono stati introdotti i principi contabili internazionali e la disciplina relativa all'avviamento ha subito diversi cambiamenti. In Italia per recepire i nuovi criteri, in particolare per quanto riguarda gli intermediari finanziari e le banche, è stata emanata nel 2011 l'Applicazione 2.1 dell'OIC "Applicazione per il settore bancario". In apertura di questo documento l'OIC accetta le definizioni di avviamento dettate dagli IAS, la scelta effettuata circa la rilevazione contabile, riservata esclusivamente all'avviamento acquisito in una *Business Combination*, e tutti i criteri dettati per la prima valutazione in bilancio e le successive. Tuttavia, il documento rileva che, in un'operazione di aggregazione bancaria, vi sono delle voci particolari che spesso possono essere rappresentate separatamente dall'avviamento poiché rispettano i criteri di identificabilità ovvero possono trovare tutela sulla base di diritti contrattuali o legali. In particolare, si tratta di tre tipi di attività, ossia:

- attività legate al cliente, ossia rapporti contrattuali e non, che possono essere separati in ogni momento e dai quali ci si aspetta un determinato reddito;
- attività basate su contratti, come contratti di gestione, di servizio di attività finanziarie;

- attività legate al *marketing*, ossia *brand*, marchi e/o nomi di dominio internet¹⁰².

Relativamente alla prima classe di voci, i rapporti con la clientela vengono spesso contabilizzati ricorrendo alla valorizzazione di determinati *intangibles* quali:

- la raccolta a vista (*core deposits*), ossia il valore attuale della redditività potenziale generata da un portafoglio di depositi. In pratica, si tratta di valorizzare i rapporti con la clientela, sia quelli già in essere sia quelli potenzialmente ottenibili in futuro. Tuttavia l'IFRS 3 concede di valorizzare, separatamente dall'avviamento, esclusivamente il *Fair value* dei rapporti in essere, in quanto la capacità di creare nuovi rapporti contrattuali non può essere identificata e separata dal complesso aziendale¹⁰³;
- l'attività di gestione del risparmio, rilevata esclusivamente se all'interno del *business* sono presenti società di gestione del risparmio. Si tratta di un intangibile che valorizza l'*asset management* e i relativi rapporti con la clientela facente parte la rete distributiva;
- il portafoglio di polizze assicurative, ossia il valore prospettico di tutti i flussi reddituali ottenibili dai contratti assicurativi in essere fino alla scadenza;
- l'attività di servizio, come quelle correlate all'amministrazione e custodia degli strumenti finanziari.

Nell'Applicazione 2.1 dell'OIC si evince come la tecnica contabile predefinita per l'avviamento sia l'*impairment test*, in linea con l'IFRS 3 e con lo IAS 36. Infatti, a partire dal terzo capitolo, vengono descritte le fasi principali del *test*, ossia la definizione dei confini della CGU, la stima del valore contabile e di quello recuperabile. Nel settore bancario, le modalità di gestione e controllo del *business* (valori chiave per l'individuazione delle CGU), sono legate al tipo di prodotto/servizio offerto, al tipo di clientela destinataria dei beni/servizi e/o alla

¹⁰² OIC, Applicazione 2.1 "*Impairment e avviamento per il settore bancario*", Capitolo 2, par.1, pag.4.

¹⁰³ Sul concetto di *core deposits* e sul ruolo svolto all'interno delle previsioni societarie, si veda: L.F. Franceschi, L. Comi, A. Caltroni, "*La valutazione delle banche. Analisi e prassi operative*", capitolo 12, pag.266, Hoepli, 2010.

localizzazione territoriale. Spesso si possono notare dei segmenti operativi costituiti esclusivamente dall'attività di intermediazione creditizia, dall'attività di *Investment Banking*, dall'attività di gestione del risparmio, dall'attività di banca depositaria e/o dall'attività di erogazione di servizi finanziari.

Negli istituti di credito di dimensioni rilevanti, questi segmenti sono spesso suddivisi ulteriormente in base ad un criterio puramente geografico. Infatti, nelle banche multinazionali, non di rado è possibile riscontrare che le politiche commerciali, i criteri di determinazione dei prezzi e le strategie di sviluppo dei nuovi prodotti/servizi siano gestite centralmente ed alle reti distributive venga lasciato esclusivamente il compito di gestire il rapporto con il cliente. Ciò comporta l'indiscutibile beneficio derivante dalla gestione unitaria dei vari progetti aziendali, tuttavia causa anche problemi riconducibili non solo all'eliminazione di possibili CGU costituite da una delle attività centralizzate, ma implica anche una maggiore difficoltà nell'individuare l'unità di *business* che abbia tutti i fattori produttivi utili per operare e l'autonomia relativa alle scelte gestionali necessaria per rappresentare il livello al quale l'avviamento è monitorato¹⁰⁴.

Infine, nelle banche multinazionali, sorge un ulteriore problema, legato alla capacità di controllare i flussi in entrata e in uscita di un'attività o un gruppo di attività, poiché qualora la banca non avesse il controllo su tali fattori, questi non potrebbero essere sottoposti ad *impairment test*, come affermato nello IAS 36 e nell'IFRS 3. In particolare questo problema nasce quando si vuole sottoporre ad *impairment test* una CGU consistente in una controllata estera. In tal caso, i flussi finanziari potrebbero dipendere anche dalle condizioni economiche locali, ovvero dalla regolamentazione locale. Questi fattori impediscono alla banca di avere il pieno controllo sui flussi finanziari, con conseguente impossibilità di esecuzione dell'*impairment test*. Infatti i citati principi internazionali prevedono la completa

¹⁰⁴ Per questi motivi le CGU tendono a coincidere con i settori operativi ex IFRS 8. Per evitare che sorgano ulteriori difficoltà nello stimare le dimensioni della CGU, il Documento Consob, ISVAP e Banca d'Italia prevede che l'identificazione delle CGU deve avvenire in maniera coerente con la visione strategica che gli amministratori hanno dell'attività d'impresa. Per ulteriori approfondimenti in materia si veda M. Rutigliano "*Il bilancio della banca*", Egea, 2011.

esclusione, dalla CGU alla quale sono state attribuite, delle attività/gruppi di attività che sfuggono al pieno controllo, fino al completo ripristino dello stesso¹⁰⁵.

Anche nella stima del valore contabile di una CGU ci sono delle particolarità da considerare, ad esempio l'impossibilità di separare le voci dell'attivo patrimoniale dalle relative voci del passivo. Infatti, se si vuole stimare in maniera accurata il valore contabile di una CGU bancaria, non è possibile separare le voci dell'attivo, che costituiscono l'attività di investimento e di finanziamento della banca, dalle relative voci del passivo patrimoniale, che costituiscono l'attività di raccolta tramite la quale sono stati reperiti i fondi per poter svolgere l'attività riportata negli *asset* aziendali¹⁰⁶. Spesso, non tutta l'attività di raccolta sfocia in un'attività di investimento, né tantomeno è sempre possibile ricondurre la passività finanziaria ad un'attività finanziaria in un rapporto diretto. Altre difficoltà nascono quando si vogliono separare i flussi finanziari generati da attività nate prima della *Business Combination* da quelli generati in seguito a tale operazione straordinaria. Spesso anche i flussi ottenuti dai derivati di copertura sono difficilmente attribuibili alle varie CGU, poiché essendo attività gestite centralmente non sempre è facile ripartirne costi e ricavi.

Lo IAS 36 permette di inserire nel valore contabile e di recupero della CGU alcune voci del passivo per tre motivi principali, ossia quando:

- il valore contabile può essere stimato soltanto includendo tali passività;
- l'inclusione delle passività avviene per motivi pratici;

¹⁰⁵ Alla fine del capitolo 3 dell'applicazione 2.1 viene affermato che *"Tale società deve pertanto, anche se talora solo temporaneamente, essere esclusa dalla CGU o gruppo di CGU, indipendentemente dalla volontà di mantenerla nella direzione del gruppo, a causa dei citati fattori sui quali evidentemente la direzione del gruppo non può influire"*.

¹⁰⁶ *"L'attività di intermediazione creditizia presuppone l'acquisizione da parte della banca delle risorse finanziarie (attività di raccolta) ed il suo impiego a beneficio dei richiedenti finanziamenti. La rilevazione di questi ultimi (asset creditizio) presuppone necessariamente un abbinamento con i debiti assunti (passività creditizia). In sostanza i flussi finanziari ritraibili dall'attività di impiego sono strettamente dipendenti dai flussi finanziari derivanti dall'attività di raccolta; più in particolare questi ultimi rappresentano i costi legati all'utilizzo dei fattori produttivi indispensabili per la produzione di flussi finanziari in entrata."* Applicazione 2.1 OIC, cap.3 pag.10.

- il valore recuperabile può essere stimato soltanto includendo tali passività (coerenza tra il criterio di stima del valore contabile e quello del valore recuperabile).

Seguendo le indicazioni richieste dallo IAS 36, le principali attività e passività che concorrono a formare il valore contabile di una CGU nel settore bancario, possono essere le seguenti:

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ
Attività finanziarie di negoziazione	Debiti verso banche
Attività finanziarie valutate al <i>Fair value</i>	Debiti verso clientela
Attività finanziarie disponibili per la vendita	Debiti rappresentati da titoli
Attività finanziarie detenute fino a scadenza	Passività finanziarie valutate al <i>Fair value</i>
Crediti verso banche	Passività fiscali
Crediti verso clientela	Fondi a destinazione specifica
Partecipazioni	Altre voci del passivo
Attività materiali	
Avviamento	
Altre attività immateriali	
Attività fiscali	
Altre voci dell'attivo	

Infine, l'applicazione dell'OIC conclude affermando che, nel caso di *impairment test*, a livello consolidato, non sempre una CGU può essere ricondotta ad una o più entità giuridiche e, spesso, non si dispone nemmeno di tutte le informazioni rilevanti per attribuire completamente le attività e le passività alla CGU. In questi casi, si dovrà fare ricorso ad indicatori o parametri, basati su grandezze contabili e/o gestionali, che consentano di determinare il valore contabile della CGU da confrontare con il relativo valore recuperabile.

Una delle principali novità apportate in materia dallo IAS 36 e, successivamente, ribadita dallo IFRS 5 è il trattamento dell'avviamento in seguito alla cessione di una CGU o una parte di attività facenti capo ad una CGU. In sede di cessione delle attività, nel valore contabile deve essere inserito anche il valore dell'avviamento a queste attribuito, al fine di determinare il giusto valore di perdita o di utile derivante dalla dismissione. Ovviamente, quando viene ceduta un'intera CGU, il valore di avviamento da eliminare dal bilancio è pari all'intero valore attribuito alla CGU ceduta, mentre se la cessione riguarda soltanto una parte delle attività riconducibili alla CGU, bisogna utilizzare un criterio proporzionale per definire il corretto importo di avviamento da eliminare dal bilancio.

Per quanto riguarda la stima del valore recuperabile, l'Applicazione 2.1, dopo aver accolto la definizione di valore recuperabile tipica dei principi contabili internazionali, afferma che per la stima del "*Fair value less cost to sell*", per il settore bancario non esistono particolari criticità e rimanda in pieno alla disciplina generale esposta nei principi internazionali e nell'Applicazione N. 2. Nella stima del Valore d'Uso invece, evidenti sono le differenze apportate dall'Applicazione rispetto a quanto affermato dagli IAS per l'*impairment test* delle società commerciali. La prima significativa differenza consiste nell'utilizzo di un modello di stima del valore d'uso basato non più su flussi e tassi *unlevered*, bensì su flussi e tassi *levered*¹⁰⁷. L'utilizzo di un approccio "*Equity side*" può essere giustificato dalla sottile differenza esistente nel mondo bancario tra attività operativa e attività finanziaria¹⁰⁸. Dalla scelta di utilizzare un diverso approccio, scaturiscono tutte le differenze esistenti tra i due modelli, poiché nella stima dei flussi non verranno più considerati esclusivamente ricavi e costi operativi, ma anche quelli finanziari. Nella stima del

¹⁰⁷ Per un'analisi approfondita sul significato di flussi "*unlevered e levered*" e sul loro utilizzo si rimanda a F. Pedriali, "*Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*", Hoepli, 2006; G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, "*La valutazione delle aziende*", Giappichelli, 2013.

¹⁰⁸ Per approccio equity side si intende un approccio alla stima del valore economico del capitale che focalizza l'attenzione sui flussi di cassa, sui valori patrimoniali e sul costo del capitale per i soli azionisti. In questo tipo di approccio quindi non ci si limita a considerare i flussi finanziari derivanti dall'attività operativa, ma si considerano anche i vari flussi derivanti dall'attività finanziaria e fiscale. Per approfondimenti in merito si rimanda a: R. Cappelletto, F. Beltrame, "*Valutazione finanziaria e rischio nelle Piccole e Medie Imprese*", Giappichelli, 2013.

valore terminale, allo stesso modo, si dovrà tener conto che un'attività di tipo finanziario difficilmente può essere stimata utilizzando il criterio della rendita perpetua e che, nei flussi e nei tassi da utilizzare nella formula, va considerato anche l'aspetto finanziario. Relativamente al tipo di tasso di interesse da utilizzare nella stima del valore contabile/recuperabile dell'avviamento, va ricordato che, secondo il principio di coerenza tra tassi e flussi, se vengono utilizzati flussi *levered*, di conseguenza sarà doveroso utilizzare dei tassi espressivi della stessa configurazione di capitale.

2.6 L'*impairment test* dell'avviamento nel settore bancario: le principali problematiche

Oltre alle problematiche legate alla definizione delle CGU, nel settore bancario, l'*impairment test* presenta altre difficoltà, riconducibili in primo luogo alla definizione del valore recuperabile dell'attività/CGU. Secondo i principi contabili internazionali, il valore recuperabile è rappresentato dal maggiore tra il *Fair value* al netto dei costi di vendita ed il Valore d'Uso. Nella stima del primo valore non risultano esserci problemi specifici per il settore bancario, in quanto la gerarchia del *Fair value* può essere adattata perfettamente alle attività tipiche del settore. Lo stesso non può dirsi per il Valore d'Uso, in quanto, nel settore bancario, la natura dei flussi derivanti dall'attività operativa presenta evidenti differenze rispetto al medesimo flusso prodotto da una società operante nel settore industriale. Per questo motivo, si è pensato di utilizzare una tecnica di stima del valore differente da quella basata sui flussi generati (*Discounted Cash Flow*), ossia il *Dividend Discount Model*¹⁰⁹. Secondo questo modello il Valore d'Uso è dato dalla somma dei futuri dividendi erogati dall'unità attualizzati per un tasso espressivo del costo del capitale

¹⁰⁹ Si tratta della variante nota come "*Excess Capital*", utilizzabile esclusivamente per le valutazioni nel settore bancario, in quanto esistono norme particolarmente stringenti sulla gestione del Patrimonio. Questo metodo prevede che il valore attuale dell'attività/CGU sia definito dalla capacità di questa di produrre dividendi distribuibili. Per *Excess Capital* si intende il surplus di capitale accantonato dalla banca rispetto ai valori minimi imposti da Basilea 3 per il *Core Tier 1*.

(Ke). Tale modello non era stato espressamente previsto dai principi contabili internazionali e, per questo motivo, era nata un'accesa discussione sulla possibilità di utilizzare il DDM come metodo alternativo, sfociata in uno "Staff Paper" dell'IFRS *Interpretations Committee*. In questo documento si afferma che il metodo basato sui dividendi potrebbe essere utilizzato per calcolare il Valore d'Uso se ricorrono entrambe le seguenti condizioni:

- la società controllata¹¹⁰, soggetta ad *impairment test*, opera nel settore finanziario; e
- rappresenta una CGU a tutti gli effetti¹¹¹.

In tal caso, afferma l'*Interpretations Committee*, il metodo basato sui flussi distribuibili non risulta in contrasto con quanto affermato nello IAS 36, anche se non espressamente previsto dallo stesso.

Tuttavia, quanto affermato dal comitato IFRS per le interpretazioni, non è stato accettato universalmente ed i dubbi sulla legittimità di questo modello non sono state ancora fugate del tutto. Ad esempio, per quanto riguarda il panorama italiano, il Rutigliano scrive: *"Si ribadisce che l'approccio dei flussi finanziari distribuibili non risulta condivisibile sotto il profilo metodologico. Introduce elementi che attengono alla gestione del capitale, i quali suonano un affinamento della valutazione ma in realtà tendono a distorcere la prospettiva di analisi secondo la quale va effettuata la stima del valore d'uso. Un certo disorientamento in seno al sistema bancario, e la stessa presenza di due approcci che certo non conducono allo stesso risultato, sembrano derivare realisticamente da un principio contabile che guida verso valutazioni che in linea generale escludono le passività finanziarie dall'ambito della CGU. Ma ciò non è coerente con il modello gestionale delle banche. Queste hanno*

¹¹⁰ Per società controllata gli IAS intendono: "Il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività." IAS 27, Paragrafo 4.

¹¹¹ IFRS *Interpretation Committee*, Staff Paper on "IAS 36 Impairment of assets – Calculation of value in use", Settembre 2010.

quindi dovuto adattare il principio alla propria realtà, configurando approcci che avrebbero però richiesto un ulteriore sforzo di elaborazione concettuale.”¹¹²

¹¹² M.Rutigliano, “Valore d’uso e impairment test sull’avviamento nel bilancio delle banche. Tra discrezionalità valutativa e incertezze metodologiche”, in “Banca e banchieri”, N.4, 2011, pag.277 e seguenti.

Capitolo III – Le valutazioni per l’*impairment test* dell’avviamento nel settore bancario

Sommario: 3.1 Il valore economico del capitale: definizione e configurazioni; 3.2 Le metodologie di stima del valore economico: metodi e variabili fondamentali; 3.3 I principali metodi diretti ed indiretti per la stima del capitale economico; 3.4 La stima del valore economico del capitale delle banche.

3.1 Il valore economico del capitale: le principali configurazioni

Esistono diversi momenti nella vita di un’azienda che richiedono una stima del valore aziendale, in particolare quando:

- si vogliono fornire delle garanzie societarie agli azionisti privi del potere di controllo in sede di operazioni di finanza straordinaria;
- si vuole ristrutturare l’assetto societario tramite l’implementazione di strategie di sviluppo come acquisizioni e fusioni;
- si deve redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali;
- è necessario fornire informazioni sulla performance aziendale.

Vari sono anche gli scopi e le posizioni soggettive da considerare quando si valuta un’azienda. In particolare, quando si vuole stimare il valore economico del capitale, o capitale economico¹¹³, è necessario rispettare strettamente alcune regole. La posizione soggettiva da assumere è quella del perito indipendente, che si frappone tra la figura del cedente e quella dell’acquirente. Questa posizione soggettiva

¹¹³Lo Zappa, nel suo libro *“Il reddito d’impresa”* afferma che il capitale economico *“non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”* (pag. 83). Tale concetto è stato arricchito da G. Zanda, M. Lacchini e T. Onesti, ne *“La valutazione delle aziende”*, dove viene affermato che il capitale economico rappresenta *“un valore unico e sintetico, che non può suddividersi nelle singole parti costitutive”* (pag. 23). Il Capaldo afferma che per capitale economico si intende la capacità dell’impresa di produrre utili, sfruttando i beni a sua disposizione. *“L’impresa, dunque, non vale tanto per i beni di cui dispone, quanto per gli utili che essa è in grado di generare. Maggiori sono gli utili, maggiore sarà il suo valore pur quando, per avventura, non aumentassero i beni di proprietà.”*, P. Capaldo, *“Reddito e capitale nell’economia dell’impresa”*, Giuffrè, 2013. A riguardo si veda anche: S. Bianchi Martini, *“Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima”*, Franco Angeli, 2000 e G. Ferrero, *“La valutazione economica del capitale d’impresa”*, Giuffrè, 1966.

dovrebbe garantire una vista imparziale sulle componenti fondamentali dell'azienda e, quindi, spingere verso una valutazione pressoché obiettiva del capitale economico. Lo scopo ultimo della valutazione deve essere il trasferimento dell'azienda o di un suo ramo. Soltanto la combinazione tra posizione soggettiva del perito indipendente e trasferimento come scopo ultimo della valutazione, permette di identificare il capitale economico.

Come detto, il concetto di valore di un'impresa è suddivisibile in diverse fattispecie, o configurazioni, che permettono di porre le basi per una corretta valutazione delle aziende. Obiettivo del perito indipendente è la stima del valore *"stand alone"*, ossia il valore dell'azienda al momento in cui la si osserva, escludendo possibili investimenti futuri o sinergie derivanti da acquisizioni e/o fusioni di aziende. È importante notare che, questa configurazione del capitale economico (espressa con il simbolo "W"), rappresenta il valore dell'azienda *"come sta e giace"*, quindi, non è comparabile con il prezzo applicabile sul mercato per l'acquisto delle azioni della società. Infatti, per giungere al valore utilizzabile come base per le trattative tra due parti sul mercato, è necessario considerare anche altri elementi, che influenzano il valore del capitale: le opportunità incrementalmente e le sinergie.

Le prime rappresentano delle *"opportunità accessibili qualora l'acquisizione venga portata a termine. Tali benefici derivano dalle opportunità di sviluppo, differimento, flessibilità e abbandono, che si aprono al soggetto acquirente in relazione alle nuove prospettive strategiche e di integrazione offerte dall'operazione acquisitiva"*¹¹⁴. Si tratta di opzioni reali che vengono concesse alla società acquirente, qualora il processo di acquisizione vada a buon fine, i cui elementi principali sono:

- il sottostante (*underlying asset*), ossia il bene che si vuole trasferire tramite la concessione dell'opzione sottoscritta;

¹¹⁴ G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *"La valutazione delle aziende"*, op.cit, Giappichelli, 2013, pag.33. In merito hanno scritto anche M. Romano, in *"Crescita, opportunità incrementalmente e valore delle aziende nella nuova economia"*, Rirea, 2002 e N. Di Cagno, ne *"L'Impresa societaria"*, Cacucci, 2012.

- la scadenza, indica la data a partire dalla quale non è più possibile usufruire dell'opzione concessa. Se l'opzione è esercitabile esclusivamente alla scadenza, si parla di opzioni di stile europeo, mentre se l'opzione risulta esercitabile fino alla data di scadenza, si parla di opzioni di tipo americano;
- la tipologia di opzione concessa all'acquirente, indica il tipo di diritto concesso all'acquirente. Si può acquistare il diritto a comprare (opzioni *call*), ovvero a vendere (opzioni *put*) il sottostante;
- il prezzo da pagare per esercitare l'opzione (*strike price*).

Per ottenere un'opzione reale, l'acquirente è tenuto a pagare un premio al cedente, "*l'Option Premium*", che rappresenta quindi il costo dell'operazione per il soggetto acquirente¹¹⁵.

Uno dei principali benefici dell'utilizzo della teoria delle opzioni reali è la cosiddetta "*asimmetria negativa dei pay-off*", ossia l'opportunità in capo al *management* di effettuare investimenti con un profilo rischio-rendimento molto elevato, senza rischiare di incorrere in perdite significative, poiché, in caso di risultati negativi l'impresa potrebbe sempre scegliere di non investire nell'*underlying asset*, non esercitando l'opzione, e quindi perdere soltanto *l'Option Premium*, mentre in caso di sviluppi favorevoli l'investimento verrebbe effettuato ed i benefici verrebbero pienamente goduti da parte dell'impresa acquirente l'opzione¹¹⁶.

Il portafoglio di opzioni reali può essere ricondotto a quattro tipi di opportunità incrementali: le opzioni di sviluppo, le opzioni di differimento, le opzioni di flessibilità e quelle di abbandono. Le opzioni di sviluppo rappresentano la possibilità in capo all'acquirente di effettuare investimenti aggiuntivi in futuro, in modo tale da

¹¹⁵ La teoria sulle opzioni reali prende spunto da quanto affermato da Black e Scholes nella loro teoria sulle opzioni finanziarie. Alcuni autori che hanno analizzato quanto affermato dai due studiosi sono R.W. Kolb, in "*Understanding Options*", Wiley, 1995 e N. Chriss, in "*Black Scholes and Beyond: Option Pricing Models*", McGraw Hill, 1997. Per quanto riguarda invece lo studio dei modelli di valutazione delle opzioni reali, si rimanda a G.A. Guthrie, "*Real Options in Theory and Practice*", Oxford University Press, 2009 e E.S. Schwartz, L. Trigeorgis, "*Real Options and Investment Under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions*", MIT Press, 2004.

¹¹⁶ M. Cecchi, "*Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali*", Franco Angeli, 2005, pag. 127 e ss.

incrementare il proprio *market share* e di conseguenza i propri flussi di cassa. Le opzioni di differimento consentono di posticipare un investimento, attualmente già realizzabile, senza compromettere la fattibilità dello stesso e la sua redditività. Le opzioni di flessibilità sono utilizzabili in contesti di *management* dinamico, dove è possibile passare da una strategia ad un'altra in tempi brevi. Questa opzione permette alla società di sfruttare sempre la strategia più conveniente, senza avere ripercussioni sulla struttura societaria. Infine, le opzioni di abbandono permettono alla *management* di abbandonare un progetto già implementato senza danneggiare la redditività di base dell'impresa.

Le sinergie rappresentano benefici economici collaterali generati da un progetto di investimento, ma goduti da altri progetti preesistenti o in fase di implementazione¹¹⁷. È possibile distinguere le varie configurazioni delle sinergie in quattro categorie principali: le sinergie di mercato, le sinergie operative, le sinergie finanziarie e quelle fiscali. Nella prima categoria rientrano i vantaggi derivanti dall'incremento della quota di mercato e la riduzione di concorrenza, nel caso di acquisizioni di aziende operanti nello stesso settore. Le sinergie operative possono essere ulteriormente suddivise in sinergie tangibili e intangibili. Le prime si sostanziano in vantaggi di costo e/o di differenziazione, mentre le seconde derivano principalmente dalla condivisione delle formule imprenditoriali e le *skill* del personale dell'azienda acquisita. Per sinergie finanziarie si intende invece una riduzione del costo del capitale preso a prestito e/o un più facile accesso alle varie fonti di finanziamento. Le sinergie fiscali si generano quando, a seguito dell'acquisizione di una società residente in un paese con una pressione fiscale inferiore a quella della società acquirente, è possibile conseguire un risparmio d'imposta attraverso il legale sfruttamento della normativa tributaria¹¹⁸.

¹¹⁷A riguardo si veda A. Damodaran, "*Finanza aziendale*", Apogeo, 2006, capitolo 6, paragrafo 4, pag.259 e dello stesso autore anche "*Valutazione delle aziende*", Maggioli, 2010, pag. 561 e ss.

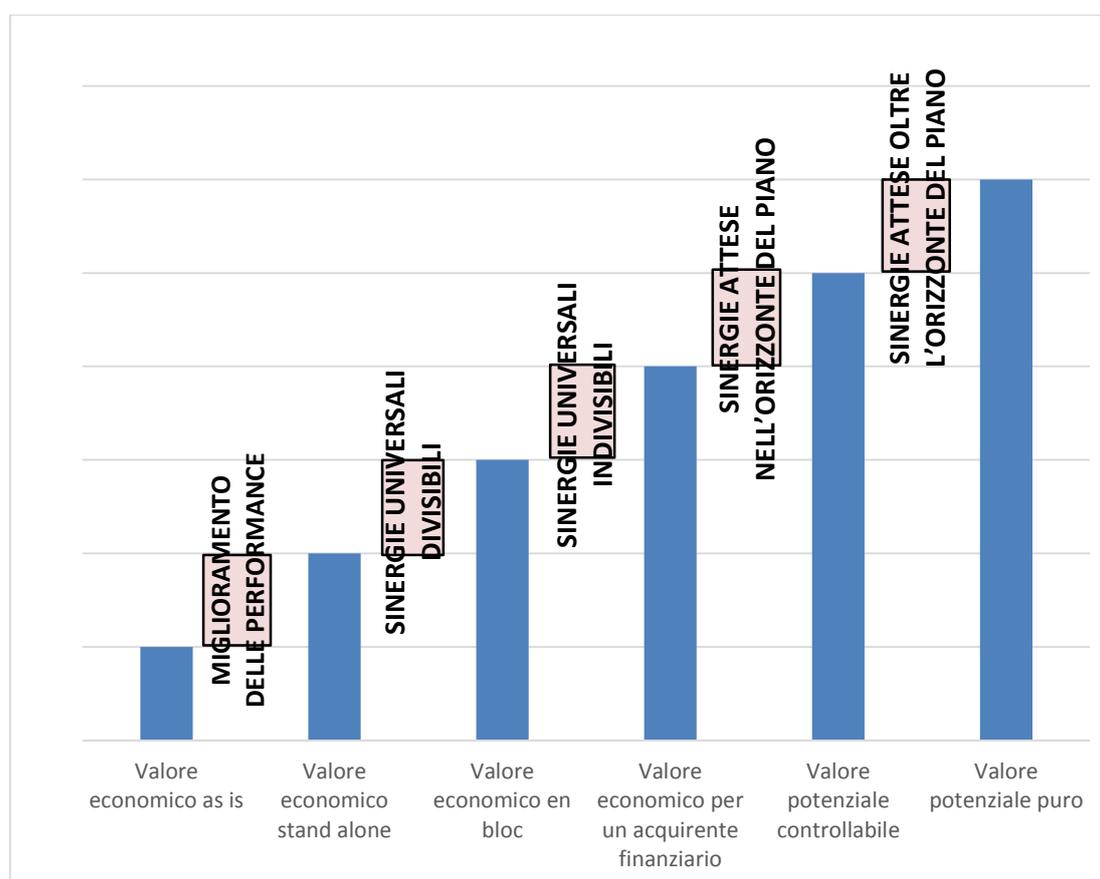
¹¹⁸ Questo tema è stato trattato di recente da S. Garzella in "*Governo strategico dell'azienda*", Giappichelli, 2013, capitolo 4, pag 101 e ss, da T. Onesti, N. Angiola, S. Bianchi Martini, S. Garzella, A.L. Muserra, in "*Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*", Franco Angeli, 2012 e da A. Damodaran nel trattato "*The Value of Synergy*", Stern School of Business, 2005.

Le quattro tipologie di sinergie appena descritte possono essere classificate secondo tre criteri: il soggetto acquirente che può realizzarle, il soggetto in capo al quale la sinergia si genera e un criterio temporale. Se la sinergia può essere realizzata da un acquirente generico si parla di “*sinergie universali*”, mentre se soltanto uno specifico acquirente è in grado di ottenerla si tratta di “*sinergie speciali*”. Il secondo criterio separa le “*sinergie divisibili*”, ossia quelle che si generano in capo all’acquisita, dalle “*sinergie indivisibili*”, che si generano in capo all’acquirente. Il criterio temporale invece distingue le sinergie “*post-integrazione*” da quelle realizzabili “*entro/oltre l’orizzonte del piano*”. Dalla combinazione delle varie tipologie di sinergie individuate in questo modo è possibile identificare alcune fattispecie particolari, riassunte nella seguente tabella:

	Sinergie divisibili	Sinergie indivisibili
Sinergie universali	Economie di scala	Sfruttamento della base dei clienti per l’offerta di servizi/prodotti dell’acquirente
Sinergie speciali	Politiche <i>di co-branding</i>	Utilizzo delle risorse e delle competenze dell’acquisita in altri ambiti del gruppo dell’acquirente

Il valore delle sinergie e delle opportunità incrementali, se sommato al valore del capitale economico, permettono l’individuazione del “*capitale strategico*” dell’impresa, utile per l’acquirente per comprendere il reale potenziale di una determinata acquisizione. Detto ciò, è possibile individuare i vari *standard* di valore utilizzabili come base per le trattative in fase di acquisizione aziendale. Come affermato dal Guatri e dal Bini nel loro “*Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*”, il punto di partenza degli *standard* di valore è il “*valore economico as is*”, espressivo del valore delle azioni di minoranza in società a proprietà bloccata. A

questo valore vanno sommati i miglioramenti di *performance*¹¹⁹ per ottenere il “*valore economico stand alone*”. Se al valore economico *stand alone* vengono aggiunte le sinergie post-integrazione, ossia quelle universali divisibili e universali indivisibili si ottiene, rispettivamente, il “*valore economico en bloc*”, espressivo del valore delle azioni di minoranza in società a controllo contendibile, ed il “*valore economico per un acquirente finanziario*”, espressivo del valore delle azioni di maggioranza. Gli ultimi due valori presenti nella scala degli *standard* sono: il valore potenziale controllabile ed il valore potenziale puro. Il primo comprende, oltre le componenti già citate, anche il valore delle sinergie attese entro l’orizzonte del piano, mentre il secondo computa anche il valore delle sinergie attese oltre l’orizzonte del piano e delle opportunità incrementali. Di seguito una rappresentazione grafica di quanto appena esposto.



Fonte: Guatri, Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, UBE, 2009.

¹¹⁹ Si intende il maggior valore ottenibile dalle strategie che il management ha già scelto e/o implementato, ma per le quali ancora non sono stati ottenuti i relativi benefici economici. Si veda L. Guatri, M. Bini, “Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende”, UBE, 2009.

3.2 Le metodologie di stima del valore economico: approcci e variabili fondamentali

I valori appena esposti possono essere stimati utilizzando delle tecniche particolari di valutazione che, a prescindere dalla loro natura, devono rispondere ai principi di:

- razionalità, alla base delle tecniche valutative deve esserci un fondamento teorico condivisibile;
- neutralità, la tecnica utilizzata non deve favorire una parte piuttosto che un'altra;
- obiettività, il risultato ottenuto con quella tecnica deve essere condivisibile da chiunque voglia analizzare il lavoro svolto;
- stabilità, i modelli utilizzati non devono produrre rilevanti cambiamenti nel risultato qualora una o più variabili del modello subiscano piccole variazioni.

Esistono due tipologie di metodi, utili per stimare il valore economico del capitale di un'azienda: i metodi diretti e i metodi indiretti. I primi, cercano di ottenere il valore del capitale economico aziendale paragonando i valori fondamentali dell'impresa con quelli di altre imprese presenti sul mercato, oppure misurando la capitalizzazione di borsa della società valutata (metodi diretti in senso stretto). I metodi indiretti, invece, stimano il valore del capitale economico dell'impresa in maniera mediata, utilizzando delle grandezze flusso e/o *stock*, ritenute espressive del reale valore aziendale, che possono essere di natura reddituale, finanziaria o patrimoniale¹²⁰. Sia i metodi diretti, che quelli indiretti, possono ricorrere a due

¹²⁰“Si definiscono diretti quei metodi che fanno riferimento, per l'individuazione del valore dell'azienda, agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari; sono indiretti, invece quei metodi che, a causa delle insufficienze manifestate dai dati di mercato o dell'assenza totale di tali dati, impostano su diverse fondamenta (ad es.: reddito medio prospettico, consistenza del patrimonio, flussi finanziari disponibili) il processo di stima del capitale economico dell'impresa.”, G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, “La valutazione delle aziende”, op.cit, Giappichelli, 2013, capitolo 3, paragrafo 1, pag.41. A riguardo si veda anche: G. Boffelli, “Valutare l'impresa. Come creare e misurare il valore. Dalla pianificazione dei flussi economici e finanziari alla stima del valore economico”, Maggioli, 2008 e D. Balducci, “La valutazione dell'azienda”, Edizioni FAG, 2006.

approcci differenti per risalire al valore del capitale economico: l'approccio *Equity side* e quello *entity side* (o *asset side*).

L'approccio *Equity side* ha come obiettivo la stima del valore economico del capitale di un'azienda, tramite la valutazione immediata dell'*Equity* aziendale. Per questo motivo, quando si decide di utilizzare un approccio *Equity side*, le grandezze da prendere in considerazione devono essere espressive della redditività/onerosità del capitale di proprietà degli azionisti. Ad esempio, questo approccio, quando si sceglie di utilizzare i metodi indiretti, richiede l'utilizzo di grandezze flusso espressive della redditività complessiva dell'azienda e di un tasso di interesse che consideri esclusivamente il costo opportunità del capitale di rischio. Nei metodi diretti, invece, l'approccio *Equity side* impone, per la stima del valore economico del capitale, l'utilizzo del prezzo di mercato e dei moltiplicatori empirici espressivi della redditività complessiva per gli azionisti.

L'approccio *entity side* stima il valore economico del capitale di una società in maniera mediata, misurando in primo luogo il valore dell'attivo patrimoniale (*Enterprise value*). Per ottenere il reale valore del capitale economico, infine, è necessario sottrarre, al valore dell'azienda così definito, la Posizione Finanziaria Netta al momento della stima. Questo approccio valutativo, predilige l'utilizzo di tassi e flussi espressivi della redditività operativa dell'impresa e dell'onerosità complessiva del capitale investito. Ad esempio, nei metodi indiretti, non sarà sufficiente utilizzare un tasso di sconto che remunererà esclusivamente il capitale investito dagli azionisti, bensì, sarà necessario stimare il costo medio ponderato del capitale investito (WACC). Nei metodi diretti, l'approccio *entity side* prevede l'utilizzo dell'*Enterprise Value*, in luogo del prezzo delle azioni, e di moltiplicatori empirici espressivi della redditività operativa dell'azienda, per stimare il valore economico dell'attivo patrimoniale. Anche in questo caso, per ottenere il valore del

capitale economico della società, sarà necessario sottrarre, al valore così definito, la posizione finanziaria netta alla data della valutazione¹²¹.

Una delle grandezze fondamentali dei metodi di valutazione indiretti del capitale economico è il tasso di interesse, il quale assume un significato ed un valore diverso, al variare dell'approccio valutativo scelto.

Quando si sceglie un approccio *Equity side*, il tasso d'interesse da utilizzare, deve rappresentare la remunerazione minima accettabile per il capitale di rischio. In questo caso, il tasso d'interesse può essere rappresentato dal "Ke", il quale si suddivide in due componenti principali: i_1 e i_2 . La prima componente del tasso d'interesse rappresenta la remunerazione di un ipotetico titolo finanziario privo di rischio (*Risk Free Rate*, in genere viene identificato con il valore medio del rendimento di un titolo di Stato a tre/cinque anni), mentre, la seconda componente del costo dell'*Equity* aziendale, esprime la rischiosità del *business* aziendale. Per stimare il premio per il rischio da considerare nella formula del Ke, esistono due tecniche: la regola di Stoccarda e il metodo del CAPM¹²².

Secondo la regola di Stoccarda, il premio può essere stimato abbattendo i flussi societari di una percentuale predefinita, in modo tale da scontare tutti i rischi che caratterizzano l'attività d'impresa. Dal punto di vista operativo, per ottenere un valore privo di rischio, è sufficiente ridurre del 30% tutti i flussi dell'azienda analizzata. L'analisi dei rischi effettuata da questo modello risulta essere molto superficiale, non adatta a rispecchiare l'effettiva rischiosità dei singoli settori del mercato, perciò, nella prassi, non risulta essere utilizzata dagli esperti valutatori.

¹²¹ Per approfondimenti sulla distinzione tra approccio *entity side* ed *equity side*, si veda: R. Cappelletto, F. Beltrame, "Valutazione finanziaria e rischio nelle Piccole e Medie Imprese", Giappichelli, 2013; G. Liberatore, "La valutazione delle PMI", Franco Angeli, 2010; F. Pedriali, "Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali", Hoepli, 2006.

¹²² Esistono alcuni modelli alternativi al CAPM, come il modello di Fama e French o il modello di Ross, tuttavia questi risultano essere meno utilizzati anche se più realistici. Il primo modello afferma che il premio per il rischio aziendale è la risultante di tre premi per il rischio: premio per esposizione al rischio di mercato; componente per l'esposizione al fattore dimensionale; componente per l'esposizione al fattore *book to market value*. Il secondo modello invece afferma che il premio per il rischio dovrebbe dipendere da diversi fattori e una variabile casuale (*Arbitrage Pricing Theory*).

Il metodo del CAPM, invece, non abbatta direttamente i flussi di cassa della società analizzata, bensì stima il valore del premio per il rischio facendo ricorso ad un'analisi di volatilità dei rendimenti dell'azienda, rispetto a quelli del mercato borsistico.

In formula, il modello del CAPM afferma:

$$i_2 = \beta * (Rm - i_1)$$

dove Rm è il rendimento del mercato azionario, β è il grado di esposizione rispetto al mercato e $(Rm - i_1)$ è il premio medio di mercato.

Qualora si dovesse scegliere un approccio *entity side (asset side)*, il tasso d'interesse da utilizzare, rappresenterà sia il costo del capitale di rischio, che il costo del capitale di finanziamento, investito nella società. In questo caso si parla di costo medio ponderato del capitale o *WACC*.

Come anticipato, le componenti del *WACC* sono due, il costo dell'*Equity* aziendale e il costo dell'indebitamento finanziario. Anche seguendo l'impostazione *entity side*, è possibile calcolare il costo dell'*Equity* come esposto in precedenza, mentre il costo dell'indebitamento finanziario può essere valutato rapportando gli oneri finanziari all'indebitamento alla data di valutazione. Una volta definiti i due tassi d'interesse, è possibile stimare il *WACC*, utilizzando la seguente formula:

$$Wacc = k_e * \frac{E}{E + D} + i_d * \frac{D}{E + D}$$

dove per E si intende il valore economico dell'*Equity*, i_d è il costo del debito e D il valore di mercato del debito.

Infine, è necessario osservare che, il valore del tasso k_e e del *WACC*, dipende anche dal tipo di flusso che si vuole scontare. Ad esempio, se si vuole scontare un flusso reale/nominale, oppure netto/lordo, il principio di coerenza tra tassi e flussi,

impone l'utilizzo di un tasso d'interesse che sia coerente con il flusso che si vuole attualizzare¹²³.

3.3 I principali metodi diretti ed indiretti per la stima del capitale economico

Si vuole ora fornire una breve introduzione ai principali metodi di stima del capitale economico di un'azienda. In particolare, si vogliono descrivere i metodi diretti e i metodi indiretti basati sulle grandezze flusso, in modo da comprendere con maggiore facilità i metodi utilizzati nel settore bancario, descritti nell'ultimo paragrafo del capitolo.

I metodi diretti di valutazione del capitale economico si basano principalmente su valori di mercato e su moltiplicatori, ritenuti espressivi del reale valore aziendale, mentre quelli indiretti, prediligono l'utilizzo di grandezze flusso e stock per stimare il valore del capitale economico aziendale.

Come anticipato, i metodi diretti di valutazione del capitale economico possono essere suddivisi in due categorie: i metodi diretti in senso stretto e i metodi basati su moltiplicatori empirici. I metodi appartenenti alla prima categoria, per stimare il valore di un'azienda, utilizzano i prezzi praticati sul mercato per scambiare le azioni della società analizzata, se quotata, ovvero i prezzi di aziende ritenute comparabili, se l'analisi viene effettuata su una società fuori dal mercato del capitale. I metodi basati su moltiplicatori empirici, invece, per ottenere il valore dell'*Equity* aziendale, utilizzano i cosiddetti "*moltiplici di mercato*", ossia degli indicatori in grado di rappresentare i principali *driver* del valore aziendale.

Il metodo basato sui moltiplicatori empirici può essere utilizzato sia seguendo l'approccio *entity side*, che quello *Equity side*. Nella versione *Equity side*, il moltiplicatore empirico viene calcolato rapportando al prezzo medio delle azioni del campione di società analizzato, il valore medio di mercato della grandezza

¹²³ Sul principio di coerenza tra tassi e flussi hanno scritto: A. Damodaran, in "*Finanza Aziendale*", Apogeo, 2006, pag.93; G. Menzana, M. Iori, "*Guida alla valutazione d'azienda*", Gruppo 24 Ore, 2012, pag.203; G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, "*La valutazione delle aziende*", op.cit, Giappichelli, 2013, pag.122.

selezionata come *driver* del valore aziendale¹²⁴. Infine, per ottenere il valore del capitale economico, sarà sufficiente effettuare il prodotto tra il valore del moltiplicatore empirico e la grandezza selezionata come *driver* del valore per l'impresa.

Nella versione *entity side*, invece, al prezzo delle azioni, viene preferito l'*Enterprise Value*, in quanto, l'obiettivo di questo metodo è stimare, *in primis*, il valore dell'attivo patrimoniale e, successivamente, il valore dell'*Equity*. Per questo motivo, le grandezze utilizzate per calcolare il valore del moltiplicatore empirico sono fondamentalmente diverse, in quanto, in luogo dei flussi rappresentativi della redditività per gli azionisti, vengono utilizzati flussi ed indicatori espressivi della redditività operativa della società analizzata¹²⁵.

In questo caso, per stimare il valore del capitale economico, non è sufficiente effettuare il prodotto tra il moltiplicatore empirico, calcolato utilizzando i valori medi di mercato, e la grandezza selezionata come *driver* del valore aziendale, bensì, sarà necessario sottrarre al valore così determinato, la Posizione Finanziaria Netta dell'impresa, al momento della valutazione.

Dal punto di vista operativo, i multipli che utilizzano l'approccio *equity side*, presentano la seguente formula:

$$W = \left(\frac{P}{x} \right)_s * x_i$$

dove P = prezzo pagato per l'azione; x = grandezza presa come *driver* del valore; s = campione preso in esame; i = azienda analizzata. Ovviamente Xi deve essere determinata in coerenza con Xs.

¹²⁴ Nella versione *Equity side*, i *driver* del valore che vengono selezionati con maggiore frequenza, si riferiscono esclusivamente ai flussi riconducibili agli azionisti e, nel particolare, sono: Utili, Dividendi e Cash Flow Complessivo Netto (FCFE).

¹²⁵ Quando si utilizza questo approccio valutativo, i *driver* del valore selezionati con maggiore frequenza sono: EBITDA, NOPAT e *Cash Flow* della gestione operativa (FCFO).

I multipli che utilizzano l'approccio *asset side* invece utilizzano la seguente formula:

$$W = \left(\frac{P + D}{y} \right)_s * y_i - PFN$$

dove $P+D = Enterprise Value$; y = grandezza espressiva del valore aziendale; s = campione di riferimento; i = azienda analizzata; PFN = Posizione Finanziaria Netta¹²⁶.

Il principale problema di questi metodi di stima del capitale economico è la necessità di disporre di un campione di aziende comparabili, da utilizzare per costruire il valore medio di mercato del moltiplicatore empirico selezionato. Spesso, le grandezze delle società facenti parte del campione, non sono in linea con quelle della società valutata, quindi, in tali casi, si rendono necessari degli aggiustamenti ai valori riportati al numeratore o al denominatore del moltiplicatore empirico di mercato, al fine di rendere le suddette grandezze realmente comparabili con quelle dell'azienda analizzata. Quando un multiplo viene modificato al numeratore, viene definito "*Adjusted*", mentre, quando la modifica riguarda il denominatore si definisce "*Clean*"¹²⁷. Le modifiche al numeratore più frequenti, nel caso di multipli *asset side*, riguardano l'esclusione dei "*surplus asset*", degli *extra asset*, del patrimonio di terzi o della Posizione Finanziaria Netta. Le principali modifiche al denominatore, invece, riguardano la normalizzazione dei risultati ottenuti, l'esclusione delle voci relative al trattamento contabile dell'avviamento e degli altri beni intangibili.

Infine, il metodo basato sui moltiplicatori empirici, diversamente dai metodi indiretti, poiché utilizza soltanto grandezze di mercato per stimare il capitale economico, incorpora uno sconto di minoranza, che è implicito al prezzo del flottante delle società campionate. Per questo motivo, uno degli aggiustamenti più frequenti ai multipli di mercato, è la variazione in aumento del valore del

¹²⁶ Modello tratto da: G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, "*La valutazione delle aziende*", op.cit, Giappichelli, 2013, cap.3, pag.45 e ss.

¹²⁷ A riguardo si veda: L. Potito, "*Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*", Giappichelli, 2013, cap.1 pag.39 e ss.

moltiplicatore, al fine di annullare l'effetto dello sconto di minoranza incorporato. Un altro aggiustamento, che può essere apportato al valore del multiplo di mercato, è definito sconto di illiquidità. Questo tipo di sconto riguarda la possibilità di registrare dei ritardi, nella fase di liquidazione delle azioni di minoranza di una determinata società, con evidenti effetti negativi sul prezzo di scambio, dovuti alla scarsa appetibilità delle stesse sul mercato. Un altro motivo, per cui è possibile registrare uno sconto di illiquidità, può essere ricondotto allo scarso volume delle azioni che vengono scambiate sul mercato, le quali, quindi, sono fortemente esposte a costi di negoziazione significativi, spesso influenzati dalle aspettative dei singoli investitori¹²⁸.

Si vuole ora dare una breve introduzione ai singoli metodi indiretti basati su grandezze flusso.

I metodi indiretti di valutazione sono caratterizzati da un'ottica maggiormente improntata alle grandezze interne all'azienda, come flussi, *stock* o grandezze miste. Esistono diversi metodi di valutazione basati sulle grandezze flusso, tuttavia, i più frequenti sono: i metodi finanziari, i metodi reddituali e quelli basati sui dividendi.

La teoria alla base di questi metodi afferma che, per stimare il valore del capitale economico di un'impresa, prima ancora di calcolare i flussi e i tassi necessari per l'applicazione dei vari metodi, è necessario suddividere la vita aziendale in due principali periodi: il periodo di previsione esplicita (analitica) e il periodo di previsione sintetica. Nel primo periodo (in genere di durata pari a cinque anni), si tende a stimare puntualmente il flusso che l'impresa dovrebbe conseguire tramite la sua normale gestione, mentre, nel secondo periodo (generalmente di durata indefinita), si preferisce utilizzare un flusso sostenibile negli anni, definito "flusso a regime", in modo tale da poter rappresentare, in maniera fedele, l'andamento dell'impresa in un orizzonte di medio-lungo periodo. La suddivisione della vita

¹²⁸ Gli sconti di illiquidità sono stati analizzati da: R. Jarrow e A. Subramanian in *"The Liquidity Discount"*, *Mathematical Finance*, vol.11, 2001, e da A. W. Lo, H. Mamaysky e J.Wang in *"Asset Pricing and Trading Volume Under Fixed transaction costs"*, *Journal of Political Economy*, vol. 112, 2000.

aziendale in due periodi, permette l'individuazione del cosiddetto "*Terminal Value*", inteso come il valore attuale dei flussi che l'impresa dovrebbe conseguire, a partire dall'inizio del periodo di valutazione sintetica, fino al termine della sua attività.

Quando si stima il *Terminal Value* di una società, è possibile ipotizzare due scenari differenti: un primo scenario, definito *steady state*, secondo il quale, il flusso a regime selezionato non presenti alcuna crescita durante il periodo di previsione sintetica, ovvero, un secondo scenario, definito "modello gordoniano", secondo il quale, il flusso a regime può registrare un tasso di crescita sostenibile nel tempo¹²⁹.

Dal punto di vista operativo, il *Terminal Value* può essere così rappresentato:

$$TV_t = \frac{\text{Flusso a regime} (1 + g)}{i - g} * (1 + i)^{-t}$$

dove *g* rappresenta il "*growth rate*", "*t*" rappresenta l'anno in cui termina il periodo di previsione esplicita e "*i*" il tasso d'interesse usato per attualizzare i flussi.

Come anticipato, tra i principali metodi basati sulle grandezze flusso vi sono i metodi reddituali. Questi, utilizzano, come grandezza espressiva della redditività aziendale, il reddito prodotto nell'anno in normali condizioni di operatività. I metodi reddituali possono essere utilizzati sia nell'ottica *entity side*, che in quella *equity side*. Nel caso di approccio *entity side*, il reddito da utilizzare nel modello è il Risultato Operativo, ottenuto sottraendo al MOL (Margine Operativo Lordo) il valore degli ammortamenti. Nel caso di approccio *equity side*, invece, si utilizza il Risultato Netto, ottenibile sommando algebricamente al Risultato Operativo, il risultato netto delle gestioni accessorie, delle componenti straordinarie di reddito e l'importo degli oneri finanziari netti, oltre alle imposte di competenza. Questo metodo, stima il valore del capitale economico sommando al valore attuale dei redditi attesi nel periodo di previsione esplicita, il *Terminal Value*, calcolato utilizzando un reddito a regime.

¹²⁹ Sulle dinamiche di crescita del flusso a regime, ha scritto A. Damodaran, in "*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*", Wiley, 2012.

Nella configurazione *entity side*, il metodo reddituale viene formalizzato come segue:

$$W = \sum_{i=1}^n RO_i * V^i + TV - PFN$$

dove RO è il Reddito Operativo del periodo, V il tasso di attualizzazione, TV il *Terminal Value* e PFN la Posizione Finanziaria Netta.

In questo caso il *Terminal Value* è dato da:

$$TV_t = \frac{\overline{RO} * (1 + g)}{WACC - g} * (1 + WACC)^{-t}$$

dove WACC è il costo medio ponderato del capitale investito, mentre RO e g assumono il significato noto.

Nella configurazione *Equity side*, invece, il modello da utilizzare è il seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n RN_i * V^i + TV$$

dove RN rappresenta il Reddito Netto del periodo, V il tasso di attualizzazione ottenuto con il costo dell'*Equity* e TV il *Terminal Value*.

Nella versione *Equity side*, il valore terminale è pari a:

$$TV_t = \frac{\overline{RN} * (1 + g)}{k_e - g} * (1 + k_e)^{-t}$$

dove la simbologia assume il significato noto.

I metodi indiretti, basati sulle grandezze flusso di tipo finanziario, ipotizzano che il valore del capitale economico di un'impresa sia determinabile tramite il valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare (metodo *Discounted Cash Flow*, DCF). Ovviamente, al variare dell'approccio valutativo scelto, varierà

anche il tipo di flusso di cassa da utilizzare per la stima del capitale economico d'impresa. Nella versione *entity side* (conosciuta anche con il nome di *Unlevered Discounted Cash Flow*, UDCF), il modello prevede l'utilizzo di un flusso di cassa che sconti esclusivamente il risultato della gestione operativa (FCFO), mentre, nella versione *Equity side*, per stimare il valore del capitale economico dell'impresa, si dovrà utilizzare un flusso di cassa "disponibile per l'azionista", ossia, un flusso che consideri le entrate e le uscite di cassa derivanti da tutte le gestioni aziendali (FCFE), assimilabile al dividendo pagabile agli azionisti¹³⁰.

Anche questo metodo, per stimare il capitale economico, suddivide la vita aziendale in periodo di previsione esplicita e periodo di previsione sintetica. Per questo motivo, il modello, a prescindere dall'approccio valutativo scelto, afferma che, per stimare il valore del capitale aziendale, bisogna calcolare il valore attuale dei flussi di cassa, stimati in maniera puntuale nel primo periodo, e il valore terminale, derivante dall'attualizzazione dei flussi a regime.

La formalizzazione del modello, nella versione *entity side*, è la seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n FCFO_i * V^i + TV - PFN$$

dove la simbologia assume il significato noto.

In questo caso il *Terminal Value* è calcolato come segue:

$$TV_t = \frac{\overline{FCFO} * (1 + g)}{WACC - g} * (1 + WACC)^{-t}$$

Nella sua versione *Equity side*, il modello finanziario, presenta la formula di seguito riportata:

$$W = \sum_{i=1}^n FCFE_i * V^i + TV$$

¹³⁰ Per un approfondimento sulle modalità di calcolo dei flussi di cassa da utilizzare nei metodi finanziari, si veda a: A. Damodaran, "Valutazione delle aziende", cap.3, pp. 83 e ss, Maggioli, 2010.

dove per *Terminal Value* si intende il valore attuale dei flussi di cassa, così calcolati:

$$TV_t = \frac{\overline{FCFE} * (1 + g)}{K_e - g} * (1 + K_e)^{-t}$$

Infine, l'ultimo metodo di valutazione indiretto che si vuole analizzare, è quello basato sui dividendi che un'impresa è in grado di generare, ossia, il *Dividend Discount Model*. Questo metodo riconosce come *driver* del valore del capitale economico, il dividendo pagato dall'azienda nel periodo di previsione esplicita, unitamente al valore attuale di una rendita perpetua basata su di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi, coerentemente con il *Payout ratio* storico dell'impresa. Ovviamente questo modello può essere utilizzato esclusivamente nella sua versione *Equity side*, in quanto, non avrebbe senso parlare di flussi operativi o di tassi che esprimono il costo medio ponderato del capitale.

Secondo il *Dividend Discount Model*, il valore del capitale economico è dato da:

$$W = \sum_{i=1}^n Div_i * V^i + TV$$

in questo caso per Div_i si intende il dividendo pagato nel periodo i ed il *Terminal Value* viene stimato nel seguente modo:

$$TV_t = \frac{\overline{Div} * (1 + g)}{k_e - g} * (1 + k_e)^{-t}$$

dove la simbologia assume il significato noto.

Si vogliono ora descrivere i principali metodi di valutazione, specifici del settore bancario, utilizzabili sia per stimare il valore del capitale economico di una banca, sia per il calcolo del valore di una CGU bancaria, in sede di *impairment test* dell'avviamento.

3.4 La stima del valore economico del capitale delle banche

L'attività bancaria, come anticipato nel secondo capitolo, mostra alcune peculiarità, che non possono passare in secondo piano, se si vuole valutare il capitale economico di una banca, applicando uno dei metodi sopra descritti.

La prima, evidente, differenza tra il settore bancario e quello industriale, risiede nel ruolo svolto dalle passività finanziarie nell'attività della banca. In una società operante nel settore industriale, è possibile separare facilmente la gestione caratteristica dall'indebitamento finanziario, mentre, per una banca, tale separazione non è ipotizzabile, in quanto, le passività finanziarie costituiscono la principale fonte di finanziamento, sulla quale basare l'intera attività operativa. Per questo motivo, un approccio valutativo volto alla stima del *Firm (Enterprise) Value* non può essere applicato, in quanto non coerente con il tipo di attività svolta.

Una seconda differenza tra le banche e le società operanti nel settore industriale, riguarda la normativa regolamentare che impatta l'operatività del settore stesso. Infatti, i numerosi vincoli esistenti sul Patrimonio Netto delle banche, generano delle ripercussioni anche sulla loro gestione corrente. Per questo motivo, quando si valuta il capitale economico di una banca, prima di utilizzare i metodi di stima descritti, è necessario apportarvi delle modifiche per tener conto dei suddetti vincoli.

I vincoli più evidenti, relativi alla gestione del Patrimonio Netto di una banca, sono quelli imposti dai documenti di Basilea. Questi, come illustrato nel precedente capitolo, impongono un elevato livello di patrimonializzazione, coerente con le attività rischiose che la banca intraprende.

Tuttavia, la maggior parte delle volte, le banche non si limitano a rispettare le regole imposte dai documenti di Basilea, ma decidono di accantonare un "*marginale patrimoniale aggiuntivo*" per poter gestire meglio i periodi di crisi e per poter intraprendere delle strategie particolari, senza avere il dubbio di una scarsa

patrimonializzazione. Questo margine di capitale che la banca conserva, è noto con il nome di “*Excess Capital*”.

La presenza dell’*Excess Capital*, però, non sempre è sintomo di maggiore solidità patrimoniale, in quanto, potrebbe derivare, anche, da inefficienze operative della banca, che si vede costretta a dover modificare il proprio portafoglio investimenti, per aumentare il valore totale dei RWA, in modo da renderlo conforme al valore del patrimonio aziendale, ovvero, a dover distribuire dividendi straordinari o a mettere in atto politiche di *buyback* per ridurne il valore. Il Patrimonio Netto di una banca, comprensivo dei vari accantonamenti dettati dai documenti di Basilea, prende il nome di Patrimonio di Vigilanza.

Nel settore bancario, la definizione del valore del Patrimonio di Vigilanza assume un ruolo di primaria importanza, in sede di applicazione dei metodi di valutazione del capitale economico. Per questo motivo, è importante prestare molta attenzione ad alcune variabili fondamentali, capaci di influenzarne il valore complessivo.

In particolare si deve notare che:

- il valore del Patrimonio di Vigilanza è definito seguendo dei parametri convenzionali e non a valle di un’analisi approfondita, perciò il valore desunto non è necessariamente valido ai fini della valutazione della banca;
- nello stimare il valore del patrimonio di vigilanza, è possibile riscontrare un *Excess Capital*, tuttavia quest’ultimo deve essere considerato esclusivamente nel caso in cui il *management* abbia deciso di accumulare negli anni una parte di capitale in eccesso, per un periodo di tempo rilevante e non “*una tantum*”;
- la stima degli RWA difficilmente può essere svolta da un soggetto esterno alla banca valutata, in quanto si tratta di un processo sottoposto a discrezionalità da parte del *management*;
- tutte le regole emanate a livello internazionale, devono essere recepite dalle banche centrali nazionali, quindi spesso, le grandezze rilevanti e/o i multipli

stimati, possono non essere in linea con quelli della banca valutata se nel campione sono presenti una o più banche estere.

Spostando ora l'attenzione sui principali metodi di stima del capitale economico di una banca, si può osservare che, nella prassi, i metodi più utilizzati sono il *Dividend Discount Model* (anche nella versione *Warranted Equity*), il *Discounted Cash Flow*, il modello dell'*Excess Return* (o *Residual Income Model*) e il metodo dei multipli. Infine, in alcuni casi, sarà possibile ricorrere ad un metodo specifico per le banche *multi business*, chiamato *Sum of Parts*. Tali metodi vengono utilizzati, in sede di *impairment test*, per stimare il *Value in Use* ed il *Fair Value Less Cost to Sell* delle CGU analizzate.

Il metodo basato sui flussi finanziari, nell'ottica *Equity Side*, per stimare il valore del capitale economico di una banca, ricorre all'attualizzazione di un flusso di cassa disponibile per gli azionisti, noto come *Free Cash Flow to Equity*.

Questo flusso, raffigurante il risultato netto, in termini di flussi di cassa, di tutte le gestioni, viene calcolato come segue:

$$\begin{aligned} FCFE &= \text{Utile netto} + \text{Costi non monetari} - \text{Ricavi non monetari} \\ &\quad - \text{Investimenti fissi netti} \\ &\quad - \text{Investimenti netti in capitale circolante} \\ &\quad + \text{Variazioni attese dell'indebitamento} \end{aligned}$$

La configurazione del flusso di cassa appena esposta, però, considera come disponibili per gli azionisti e, quindi, distribuibili, anche le eccedenze di cassa derivanti da incrementi dell'indebitamento finanziario, non reinvestite in immobilizzazioni o in capitale circolante, e dall'incremento del capitale sociale mediante conferimento dei soci. Inoltre, se si ricorre a questa configurazione del *Free Cash Flow to Equity*, non viene considerata in alcun modo la necessità della banca di accrescere il proprio Patrimonio Netto, per adempiere agli obblighi imposti dai Documenti di Basilea.

Perciò, per evitare di sovrastimare il flusso di cassa disponibile e, di conseguenza, il capitale economico della banca analizzata, alcuni Autori¹³¹ consigliano di ampliare la definizione di flusso, introducendo un vincolo alla disponibilità del *Free Cash Flow to Equity*, la cui formalizzazione è la seguente:

$$FCFE \leq \text{Utile netto} - \text{Accantonamenti a riserva desiderati}$$

Tale vincolo implica che, in assenza di aumenti del capitale mediante nuovi conferimenti, l'eventuale parte del flusso di cassa eccedente il vincolo, va ad alimentare il Patrimonio aziendale.

Una seconda osservazione, posta in essere dai citati Autori, evidenzia l'inadeguatezza della configurazione classica del FCFE, per la stima del capitale delle banche, in quanto, il risultato del flusso potrebbe dipendere da fattori esterni alla gestione operativa della banca stessa, come, ad esempio, l'utilizzo dei depositi da parte dei clienti¹³².

Una diversa configurazione di flusso, che si adatta maggiormente alla valutazione del capitale economico delle banche, viene proposta dal Rutigliano, il quale ritiene che sia necessaria una versione del FCFE "*più semplice ed operativamente fruibile*"¹³³.

La formula proposta, afferma che:

$$FCFE = \text{Utile} \pm \text{Variazioni programmate del Patrimonio di Vigilanza}$$

¹³¹ M. Rutigliano, "*L'analisi del bilancio delle banche*", cap.15, pag.475, Egea, 2012; A. Damodaran, "*Breach of Trust: Valuation Financial Service Firms in the post-crisis era*", Aprile 2009.

¹³² "...una buona ragione per rinunciare alla nozione standard di FCFE è forse connessa alla circostanza secondo la quale detta configurazione di flusso annuo coincide con la variazione di tesoreria da un anno all'altro, che dipende dal flusso di cassa della gestione operativa, ma anche, ad esempio, dalle dinamiche dei depositi per la clientela." M. Rutigliano, "*L'analisi del bilancio delle banche*", Egea, 2012, cap.15, pag.477.

¹³³ M. Rutigliano, "*L'analisi del bilancio delle banche*", Egea, 2012, cap.15, pag.477. Per approfondimenti a riguardo, si veda: M. Massari, G. Gianfrate, "*La valutazione delle banche: le best practice (anche in tempo di crisi)*", *La valutazione delle aziende*, fascicolo 52, 2009, pp. 9-31.

Questa versione del flusso di cassa risulta essere più adeguata al tipo di attività svolta dagli enti bancari, in quanto, considera come disponibile, ovvero distribuibile, soltanto quella parte di flusso che, dopo aver scontato tutte le gestioni aziendali, non va ad alimentare il Patrimonio di Vigilanza.

Non sempre, però, il flusso prodotto nell'esercizio necessita di essere parzialmente accantonato, per adempiere alle richieste di *capital ratio*, poiché, le banche, in qualsiasi momento della loro vita, possono decidere di accantonare una parte maggiore di capitale, rispetto a quanto richiesto dalla normativa vigente, per poter affrontare meglio i rischi legati alle proprie attività. In questo caso, la parte del *Core Tier 1*, che eccede il requisito patrimoniale minimo, viene definita *Excess Capital* e rappresenta, teoricamente, una riserva di valore, distribuibile ai soci, che libera dal vincolo di patrimonializzazione, il flusso generato nel periodo, rendendolo interamente distribuibile. Per questo motivo, quando si vuole valutare una banca, bisogna considerare, anche, l'eventuale esistenza di *surplus (deficit)* di capitale, alla data in cui la stima viene effettuata.

Dal punto di vista operativo, quanto appena descritto, può essere formalizzato come segue:

$$W = Excess\ Capital_0 + \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1 + K_e)^i} + TV$$

dove per *Excess Capital* si intende l'eventuale *surplus o deficit* di Patrimonio di Vigilanza, per FCFE si intende il flusso finanziario disponibile per l'*Equity* e per TV si intende il *Terminal Value* della banca, calcolato ricorrendo, anche in questo caso, ad un flusso di cassa proiettato in perpetuo, che tenga in considerazione la possibilità di effettuare nuovi investimenti e, quindi, ulteriori incrementi nel Patrimonio di Vigilanza, per far fronte ai rischi assunti.

In questo caso, il Terminal Value può essere stimato come segue¹³⁴:

$$TV_t = \frac{(FCFE - \Delta MP)}{K_e - g} * (1 + K_e)^{-t}$$

dove FCFE rappresenta il flusso a regime e ΔMP è l'incremento dei mezzi propri, necessario per fronteggiare i nuovi rischi.

Il *Dividend Discount Model*, anch'esso nella versione specifica per le banche, basa la valutazione di un'azienda sul valore dei flussi effettivamente distribuiti ai soci (diversamente dal metodo precedente, che utilizza flussi disponibili, teoricamente distribuibili).

Prima di descrivere il modello, bisogna osservare che, non tutto l'utile perseguito dalla banca può essere distribuito, in virtù delle norme esistenti sulla capienza e la qualità del Patrimonio di Vigilanza delle stesse. Infatti, il flusso di dividendo da utilizzare per stimare il valore del capitale economico, non dipende più dalla sola politica di *Payout* della banca, ma anche dalla sua composizione patrimoniale.

Per questo motivo, come descritto nel metodo precedente, sarebbe opportuno considerare, nel computo del valore complessivo della banca, anche la presenza di un eventuale *surplus (deficit)* di capitale iniziale.

Nell'ottica dell'azionista (tipica del modello che si sta descrivendo), la presenza di un *Excess Capital* iniziale, rappresenta una fonte di ricchezza, equivalente a quella prodotta tramite l'attività bancaria e, perciò, meritevole di essere rappresentata nel modello di stima del capitale economico della società.

In pratica, la variante *Excess Capital* del metodo *DDM*, stima il capitale economico di una banca, nel modo seguente¹³⁵:

¹³⁴ Modello tratto da: M. Rutigliano, "L'analisi del bilancio delle banche", Egea, 2012, cap.15, pag.478.

¹³⁵ Modello tratto da: M. Rutigliano, "L'analisi del bilancio delle banche", Egea, 2012, cap.15, pag.482.

$$W = Excess\ capital_0 + \sum_{i=1}^n \frac{D_i + EC_i}{(1 + k_e)^i} + TV$$

dove *Excess Capital* rappresenta il valore del *surplus (deficit)* di Patrimonio di Vigilanza al momento di valutazione, D è il dividendo pagato nel periodo “i” e EC rappresenta il valore dell’*Excess Capital* che è possibile stimare durante il periodo di previsione esplicita.

Il modello basato sui dividendi, prevede una versione differente, che potrebbe essere utilizzata quando l’impresa non paga dividendi, oppure quando l’importo degli stessi non è molto rilevante. La variante, nota come “*Warranted Equity*”¹³⁶, stima il valore del capitale economico, basandosi sulle conclusioni tratte dal modello di Gordon¹³⁷.

Secondo questa versione del *Dividend Discount Model*, il valore del capitale economico può essere stimato nel seguente modo:

$$W = \sum_{i=1}^n BV_{i-1} * (ROE_i - g_i) * V^i + TV$$

dove BV è il *Book Value* al periodo precedente quello della valutazione, ROE rappresenta il tasso di redditività del capitale del periodo analizzato e g rappresenta la crescita attesa. Il valore del tasso di attualizzazione è ottenuto ricorrendo esclusivamente a tassi espressivi del costo dell’*Equity*, mentre il *Terminal Value* inserito nella formula viene stimato come segue:

$$TV_t = BV_t * \frac{ROE_{t+1} - g_{t+1}}{K_e - g_{t+1}} * (1 + K_e)^{-t}$$

¹³⁶ Per una definizione approfondita di *Warranted Equity Valuation model*, si rimanda a: M. Massari, G. Gianfrate, L. Zanetti, “*The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*”, Wiley, 2014.

¹³⁷ Per approfondimenti sul modello di Gordon e le sue implicazioni, si rimanda a: A. Damodaran, “*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, University Edition*”, cap. 13, pag. 323 e ss, Wiley, 2012.

dove BV_t rappresenta il *Book Value* alla fine del periodo di previsione esplicita, mentre il resto della simbologia assume il significato noto¹³⁸.

Qualora la banca analizzata dovesse presentare un *surplus* di capitale durevole nel tempo, questo dovrebbe essere inserito all'interno del modello *Warranted Equity*, sommandolo al valore ottenuto applicando la formula appena descritta.

Il metodo basato sui dividendi, sia nella versione classica che in quella *Warranted Equity*, viene utilizzato spesso per la stima del valore d'uso delle CGU, in quanto, il settore bancario è sempre stato caratterizzato da livelli di *Payout* elevati e stabili nel tempo e raramente ha presentato dei redditi netti molto difforni negli anni (ovviamente non si fa riferimento all'attuale periodo di crisi, che ha sconvolto i risultati economici di ogni settore, in Italia e nel Mondo).

Oltre ai metodi indiretti basati sulle grandezze flusso, per stimare il capitale economico di una banca, è possibile utilizzare un metodo misto, noto come modello dell'*Excess Return (o Residual Income Model)*, il quale stima il valore del capitale economico della banca, utilizzando sia una grandezza patrimoniale, che una grandezza reddituale.

Questo modello, pone alla base della valutazione dell'*Equity* aziendale, un assunto, secondo il quale il *Fair Value* dell'attivo patrimoniale, al netto delle passività, rappresenterebbe un buon indicatore del valore della banca, qualora il rendimento degli investimenti fosse in linea con il costo del capitale proprio.

L'implicazione principale di questo assunto, è la presenza di una componente reddituale, nel modello dell'*Excess Return*. Infatti, qualora la redditività della banca dovesse essere disallineata con il costo dell'*Equity*, sarebbe possibile registrare un *Excess Return*, positivo o negativo.

¹³⁸ Modello tratto da: A. Damodaran, "Valutazione delle aziende", Maggioli, 2010, cap.5 pag.163 e ss.

Dal punto di vista operativo, il metodo dell'*Excess Return* stima il valore del capitale economico delle banche, sommando al valore del Patrimonio Netto iniziale, il sovra (sotto) reddito generato dalla banca¹³⁹. In formula:

$$W = PN_0 + \sum_{i=1}^n ER_i * V^i + TV$$

dove PN è il valore del patrimonio netto al momento della valutazione della banca, ER è l'*Excess Return* del periodo e TV è il *Terminal Value*.

In questo caso, il *Terminal Value* viene stimato nel seguente modo:

$$TV_t = \frac{ER_t * (1 + g)}{K_e - g} * (1 + K_e)^{-t}$$

dove la simbologia assume il significato noto¹⁴⁰.

Bisogna notare, però, che questo modello, come anche le versioni classiche dei metodi indiretti visti in precedenza, non considera in alcun modo l'esigenza della banca di accantonare parte del risultato ottenuto, per alimentare il Patrimonio di Vigilanza, né la possibilità di avere un *surplus/deficit* di capitale iniziale.

Per ovviare a questo limite, sembra necessario introdurre nel modello, l'*Excess Capital* iniziale e la sua evoluzione negli anni. In questo modo, la formula per calcolare il valore dell'*Equity* diverrebbe la seguente:

$$W = BV_0 + EC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{(ROE - K_e) * BV_t + EC_t}{(1 + K_e)^t} + TV$$

dove PN₀ è il valore del patrimonio netto al momento della valutazione della banca, EC₀ rappresenta il *surplus/deficit* di capitale al momento iniziale, (ROE-K_e) * BV_t è il

¹³⁹ "Per *Excess Return* si intendono le risorse in eccesso generate dalla gestione rispetto alla remunerazione del capitale richiesta dagli azionisti, tenendo conto del rendimento delle attività prive di rischio e del premio per la rischiosità specifica dell'investimento del capitale nel capitale della banca", L.F. Franceschi, L. Comi, A. Caltroni, "La valutazione delle banche. Analisi e prassi operative", Hoepli, 2010, cap.8, pag.187.

¹⁴⁰ Modello tratto da: L.F. Franceschi, L. Comi, A. Caltroni, "La valutazione delle banche. Analisi e prassi operative", Hoepli, 2010, cap.8, pag.187 e ss.

sovra (sotto) reddito generato nell'anno "t" ed EC_t l'ipotetico *surplus/deficit* di capitale dell'anno, calcolato coerentemente con l'evoluzione dell'attivo patrimoniale della banca.

Infine, per calcolare il *Terminal Value*, sarà sufficiente proiettare il flusso a regime, ritenuto sostenibile nel medio lungo periodo, come esposto di seguito¹⁴¹:

$$TV_t = \frac{(ROE_t - K_e) * BV_t}{(K_e - g)} * (1 - K_e)^{-t}$$

dove la simbologia assume il significato noto.

Come anticipato, per stimare il capitale economico di una banca e, in particolare, per stimare il *Fair Value* al netto dei costi di vendita di una CGU bancaria, in sede di *impairment test*, è possibile utilizzare i metodi diretti basati sui multipli di mercato.

Questi metodi, non forniscono propriamente una stima puntuale dell'*Equity* aziendale, bensì un valore relativo, comparabile con quello delle aziende ricomprese nel campione analizzato. Tuttavia, spesso, i metodi basati sui moltiplicatori empirici vengono utilizzati per ottenere importanti informazioni circa la sopra/sottovalutazione del prezzo delle azioni di una banca.

Prima di poter utilizzare i metodi diretti basati sui moltiplicatori empirici, però, è necessario apportare alcune modifiche al valore del patrimonio aziendale, in modo tale da considerare l'eventuale *Excess Capital*, esistente nel momento in cui si valuta la banca. Tale modifica, viene ritenuta opportuna per neutralizzare gli effetti di una buona/cattiva patrimonializzazione, qualora si intenda confrontare le grandezze fondamentali della banca analizzata, con un campione di banche comparabili.

Tra i moltiplicatori empirici utilizzabili, il *Price/Book Value* risulta essere il più adatto alla stima del capitale economico, per le imprese operanti in questo settore.

¹⁴¹ La versione modificata del *Residual Income Model* è stata tratta da: M. Rutigliano, "L'analisi del bilancio delle banche", Egea, 2012, cap.15, pag.486.

Nella pratica, la variante *Excess Capital* del modello basato sui multipli, prima di procedere alla stima dell'*Equity*, rettifica il numeratore e il denominatore del moltiplicatore relativo alle banche campionate, sottraendo il valore del capitale in eccesso e, successivamente, abbatte il valore di libro del Patrimonio Netto della banca analizzata dello stesso importo.

Per ottenere il valore finale del capitale economico, è sufficiente sommare, al valore ottenuto moltiplicando il *Book Value* della banca con il multiplo rettificato, l'*Excess Capital* inizialmente sottratto¹⁴².

In formula, il multiplo relativo al campione di banche comparabili è dato da:

$$\left(\frac{P}{BV_0}\right)' = \frac{P' - EC'}{BV_0' - EC'}$$

dove P' rappresenta il valore medio di mercato del campione di banche comparabili, EC' l'*Excess Capital* medio del campione e BV₀' il *Book Value* medio del campione

mentre, il valore dell'*Equity* della banca analizzata, viene stimato come segue:

$$W = \left(\frac{P}{BV_0}\right)' * (BV_0 - EC) + EC$$

dove BV₀ rappresenta il valore di libro del capitale aziendale e EC rappresenta il capitale in eccesso per la banca oggetto di valutazione.

Infine, il metodo *Sum of Parts* (SoP), è utilizzabile esclusivamente per la stima dell'*Equity* delle società attive nei diversi settori dell'attività bancaria, descritti nel precedente capitolo. Per questo tipo di banche, il metodo SoP permette di stimare il valore complessivo del capitale economico, semplicemente sommando il valore

¹⁴² M. Rutigliano, "L'analisi del bilancio delle banche", Egea, 2012, cap.15, pag.489; M. Massari, G. Gianfrate, "La valutazione delle banche: le best practice (anche in tempo di crisi)", *La valutazione delle aziende*, fascicolo 52, 2009.

attribuito ad ognuna delle CGU individuate, le quali dovranno rispettare i parametri dimensionali descritti nello IFRS 8¹⁴³.

Definiti i vari metodi utilizzati nella prassi, si vuole ora fornire un'analisi empirica riguardante la relazione esistente tra *impairment test* dell'avviamento e il risultato economico di un campione, composto da quindici gruppi bancari, quotati e non quotati, negli ultimi cinque anni.

¹⁴³ Per approfondimenti si rinvia a: F. Pedriali, *“La valutazione delle banche: Analisi e prassi operativa”*, Hoepli, 2010, cap.10, pag. 215 e ss.

Capitolo IV – Evidenze empiriche ed effetti sulle politiche di dividendo

Sommario: 4.1 La scelta del campione e la disclosure sulle variabili significative: focus sul tasso di interesse, la formazione delle CGU e sul *Terminal Value*; 4.2 L'analisi di bilancio delle banche presenti nel campione; 4.3 Impatti sulla gestione delle banche soggette ad *impairment test*: la politica di dividendo.

4.1 La scelta del campione e la disclosure sulle variabili significative: focus sul tasso di interesse, la formazione delle CGU e sul *Terminal Value*

In conclusione di questo lavoro, si vuole condurre un'analisi empirica sui principali gruppi bancari italiani, per osservare la correlazione esistente tra i risultati economici conseguiti, con conseguente distribuzione degli utili agli azionisti e l'*impairment test* dell'avviamento. Per prima cosa, bisogna definire il campione di banche scelto per l'analisi. Le modalità di scelta del campione sono due: i maggiori gruppi bancari italiani per capitalizzazione di borsa, oppure l'insieme delle banche scelte dalla BCE per l'*Asset Quality Review*. Questa seconda modalità, risulta essere preferibile perché rappresenta una selezione di banche effettuata dalla BCE¹⁴⁴, al fine di controllare la qualità dell'attivo patrimoniale delle stesse, perciò la qualità delle informazioni a disposizione è sicuramente più elevata. L'*Asset Quality Review* è un'analisi svolta dalla Banca Centrale Europea, di concerto con le banche centrali delle Nazioni coinvolte, sull'affidabilità delle banche e sulla tenuta del loro attivo. Obiettivi di questa analisi sono:

- maggiore trasparenza;
- intervenire laddove necessario;
- restituire la fiducia a tutti gli *stakeholder* sulla qualità della banca.

¹⁴⁴ "L'*Asset Quality Review* (AQR) – questo il suo nome anglosassone – ha preso il via nel novembre del 2013 ed è una tappa fondamentale del percorso avviato in Europa in vista del prossimo novembre 2014, quando la Bce assumerà il ruolo di supervisore unico del sistema bancario Ue. Al vaglio i bilanci di 124 gruppi bancari europei che coprono circa l'85% del sistema bancario del Vecchio Continente." Borsa Italiana, "La Bce mette sotto esame i bilanci bancari europei", 11 Aprile 2014.

Per far ciò la BCE ha imposto per le banche soggette a questa analisi, un obbligo patrimoniale maggiorato, ossia un *Core Tier 1 ratio* pari ad almeno l'8% all'inizio dell'analisi e pari ad almeno il 5,5% nel peggior scenario evidenziato dallo *stress test*. Inoltre, saranno esaminati i crediti scaduti da oltre novanta giorni, con le relative coperture, saranno poi valutati i *level 3-security* (ossia gli attivi illiquidi e di difficile valutazione) e saranno previste delle valutazioni qualitative e delle misurazioni quantitative sui modelli di *pricing* dei derivati. Per i debiti sovrani detenuti fino alla scadenza, verrà riservato il trattamento comune a tutte le esposizioni bancarie, mentre tutti i titoli detenuti per *trading* o *Available For Sale* saranno sottoposti a un *mark-to-market* in linea con lo scenario (saranno quindi gradualmente eliminati i filtri prudenziali sui titoli sovrani). In Italia, l'*Asset Quality Review* sarà effettuata, a partire dalla fine del 2013, su quindici gruppi bancari, ossia: Banca Carige, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Banca Popolare di Milano, Banco Popolare, Credito Emiliano, Credito Valtellinese, Iccrea Holding, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena, Popolare dell'Emilia, UBI Banca, UniCredit e Veneto Banca. L'analisi di queste banche prevede l'estrapolazione di alcune voci significative dagli schemi di bilancio degli ultimi cinque esercizi, unitamente alle informazioni fornite per l'adempimento degli obblighi di *disclosure* sui risultati dell'*impairment test*. Tra le diverse variabili movimentate nell'*impairment test*, quelle che si vogliono analizzare, nel particolare, sono la dimensione delle CGU, il tasso d'interesse utilizzato per scontare i flussi ed il *Terminal Value*. Queste informazioni sono reperibili nelle note integrative dei bilanci bancari, in virtù dello stringente obbligo di *disclosure* pendente sugli istituti creditizi.

Relativamente alla *disclosure* circa la definizione delle CGU, ci sono tre principali orientamenti scelti dalle banche: la distinzione per *Legal Entity*, per settore operativo o misto. Delle banche presenti nel campione, soltanto Banca Carige, Banca Popolare di Vicenza, Credito Valtellinese, Popolare D'Emilia, UBI Banca e Veneto Banca hanno individuato le loro CGU tramite *Legal Entity*, mentre, Banca Popolare di Sondrio, Banco Popolare, Credito Emiliano, Iccrea, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena e Unicredit sono organizzate per settore operativo.

Infine, un approccio misto tra la distinzione per settore operativo e per *Legal Entity* è stato scelto dalla Banca Popolare di Milano e Intesa Sanpaolo. Nel particolare, alcune banche hanno modificato la modalità d'individuazione della dimensione delle CGU nei cinque anni presi in considerazione nella presente analisi. Ad esempio, la Banca Popolare di Vicenza ha ridotto il numero delle CGU incorporando nella *holding* la Cassa di Risparmio di Prato, l'Investimenti *Partners*, il Vicenza Life, la BPVi Fondi Sgr, la Nordest *Merchant* e la ABC Assicura, introducendo a valle delle attività di acquisizione messe in atto nel quinquennio la CGU Prestinuova e la Cattolica Life. Un'altra banca che ha ridimensionato i confini delle proprie CGU è il Credito Valtellinese, il quale ha incorporato nella holding le CGU del Credito Artigiano, del Credito Piemontese, Bancaperta e Cattolica. Anche il Monte dei Paschi di Siena ha ridotto il numero di CGU negli ultimi cinque anni, riconducendo l'intera attività bancaria in due CGU: clienti *Private* e *Corporate*. La stessa decisione è stata presa dalla Popolare d'Emilia, la quale ha inglobato nella holding le CGU Banca popolare di Lanciano e Sulmona, Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola, Banca popolare di Aprilia, CARISPAQ - Cassa di Risparmio dell'Aquila e Meliorbanca. La ristrutturazione più evidente in tema di CGU l'ha messa in atto però UBI Banca che dalle trentuno CGU presenti nel 2009, ne prevede soltanto sei alla fine dei cinque anni.

Anche per quanto riguarda il tasso d'interesse, è possibile ripartire le banche analizzate in tre principali categorie, la prima che indica il risultato dei calcoli effettuati per stimare il tasso d'interesse, indicando tutte le voci che compongono l'equazione, per ogni CGU della banca, la seconda che fornisce ampie informazioni circa il valore del tasso e le modalità con le quali si è arrivati a quel risultato a livello consolidato e la terza che si limita ad esprimere il valore del tasso utilizzato e la sua natura. Tutte le banche analizzate hanno utilizzato il metodo del CAPM, per la stima del tasso d'interesse espressivo del costo dell'*equity* (K_e) ed hanno optato per la configurazione nominale dei flussi e dei tassi. Tra le banche che hanno fornito i dettagli relativi al tasso d'interesse consolidato c'è Banca Carige, la quale afferma che il tasso utilizzato, pari al 10,7%, è ottenuto considerando un tasso *Risk Free* pari

al 4,90% (rendimento dei titoli di Stato dell'ultimo biennio), un *Equity Risk premium* pari al 5% ed un coefficiente β pari a 1,154. La Credem invece ha stimato il tasso d'interesse pari al 9,03%, considerando un tasso *Risk Free* pari al 4,27%, *Beta* pari allo 0,952 e premio per il rischio di mercato pari al 5%. Il Credito Valtellinese utilizza invece un tasso del 9% per attualizzare i propri flussi, ottenuto stimando il tasso *Risk Free* pari al 4,30%, un premio per il rischio di mercato del 5% (in linea con la prassi valutativa) ed un *Beta* dello 0,94. Mediobanca assume un costo dell'*Equity* pari al 10,80%, in virtù di un tasso *Risk Free* pari al 4,55%, un premio per il rischio pari al 5,6% ed un *Beta* dell'1,1. Anche la Monte dei Paschi di Siena fornisce dati consolidati, spiegando che utilizza un tasso del 10% ottenuto considerando un *Risk Free rate* pari al 4,3%, un *Beta* pari ad 1,14 e un premio per il rischio di mercato del 5%. UBI Banca afferma di utilizzare un tasso pari al 9,97%, però non ricorre al rendimento medio annuo dei titoli di Stato decennali per la stima del *Risk Free rate*, bensì utilizza il rendimento a scadenza del tasso interbancario, specifico per ogni anno di previsione, come affermato dal paragrafo A21 dello IAS 36, pari all'1,95%. Il valore del *Beta* è pari a 1,459 ed il premio per il rischio risulta essere del 5,5%. Tra le banche più "diligenti" vi è la Banca Popolare di Vicenza, la quale riporta il valore del tasso d'interesse utilizzato per ogni singola CGU, illustrando le sue varie componenti, come esposto nella seguente tabella:

CGU	Tasso free risk	Beta	Risk premium	Ke
Banca Popolare di Vicenza	3,69%	1,03	5,00%	8,83%
Banca Nuova	3,69%	1,03	5,00%	8,83%
Farbanca	3,69%	1,03	5,00%	8,83%
Prestinuova	3,69%	1,14	5,00%	9,38%
Cattolica Assicurazioni	3,69%	1,14	5,00%	9,38%
Cattolica Life	3,69%	1,35	5,00%	10,45%

Infine, Veneto Banca ha fornito un'analisi dei tassi d'interesse utilizzati per le proprie CGU prevedendo due scenari differenti, uno con un premio per il rischio del 4,5% ed un altro con un premio pari al 5%. Di seguito, l'analisi estrapolata dal bilancio consolidato del gruppo:

Premio per il rischio: 4,5%	Tasso Risk Free	Premio al rischio	Beta	Ke
Veneto Banca	4,11%	4,50%	1,021	8,71%
BancApulia	4,11%	4,50%	1,021	8,71%
Banca Italo-Romena	4,85%	4,50%	1,066	9,65%
B.C. Eximbank	5,57%	4,50%	1,066	10,37%
Veneto Banka d.d.	5,60%	4,50%	1,066	10,40%
Veneto Banka sh.a.	5,57%	4,50%	1,066	10,37%

Premio per il rischio: 5%	Tasso Risk Free	Premio al rischio	Beta	Ke
Veneto Banca	4,11%	5,00%	1,021	9,22%
BancApulia	4,11%	5%	1,021	9,22%
Banca Italo-Romena	4,85%	5%	1,066	10,18%
B.C. Eximbank	5,57%	5%	1,066	10,91%
Veneto Banka d.d.	5,60%	5%	1,066	10,93%
Veneto Banka sh.a.	5,57%	5%	1,066	10,91%

Nella terza categoria di banche rientra il Banco Popolare, il quale indica esclusivamente il valore del tasso utilizzato, distinguendolo per CGU rilevanti. Infatti, la banca afferma che per la Rete Commerciale il tasso è pari al 9,36%, per la *Private and Investment Banking* è pari a 10,31% e per la Avipop Assicurazioni e la Popolare Vita è uguale a 10,72%. La Banca Popolare di Milano usa la stessa

impostazione, indicando in nota i tassi per le principali CGU, ossia il 9,36% per Banca Legnano e la CGU Retail, il 10,36% per Webank e l'11,88% per Banca Akros. Anche Intesa Sanpaolo indica il valore del tasso d'interesse utilizzato per le varie CGU, indicando che per Banca dei Territori ha utilizzato il 10,21%, per *Corporate e Investment Banking* l'11,21%, per Eurizon Capital l'11,30%, per Banca Fideuram il 10,10% e per le Banche Estere il 12,56%. Iccrea Holding si limita ad affermare in Nota che il tasso d'interesse utilizzato è pari al 10,04%. Allo stesso modo, la Popolare d'Emilia fornisce esclusivamente il valore del tasso, ipotizzato pari al 9,34%. Particolare attenzione merita l'analisi svolta da Unicredit, la quale non utilizza il metodo del CAPM per la stima del costo del capitale. Unicredit differenzia il costo del capitale per le CGU principali da quello per le CGU dei Paesi CEE. Per i primi il costo del capitale è ottenibile come somma dei seguenti addendi:

- *Country rate*: la cui metodologia di calcolo è differente in base al fatto che la CGU sia globale o relativa a una singola regione:

- CGU globali: *Country rate* dato dalla somma di: tasso privo di rischio: media degli ultimi sei anni del *Bund* a cinque anni; premio al rischio sul debito: *Credit Default Swap* medio degli ultimi sei anni pagato da UniCredit.

- *Commercial Banking*: data l'elevata specificità regionale, invece del *risk-free* e del premio al rischio sul debito, il *Country rate* corrisponde al tasso governativo del Paese e, in particolare: per il *Commercial Banking Italy*, la media degli ultimi sei anni del BTP a cinque anni; per il *Commercial Banking Austria*, la media degli ultimi sei anni del tasso governativo austriaco a cinque anni; per il *Commercial Banking Germany*, la media degli ultimi sei anni del *Bund* a cinque anni.

- Premio al rischio sul capitale proprio: determinato con *l'Option Based Model* e basato sulla volatilità delle azioni UniCredit negli ultimi sei anni. Per le CGU Globali è stata utilizzata la volatilità media degli ultimi sei anni di banche operanti prevalentemente nello stesso settore.

Mentre l'analisi svolta per i Paesi CEE delinea il costo del capitale come la somma dei seguenti addendi:

- Tasso privo di rischio: Tasso *swap* in valuta locale a cinque anni medio degli ultimi sei anni. Ove assente si considera il tasso interbancario più liquido e rappresentativo;
- Premio a rischio sul Paese: *Credit Default Swap* medio pagato dal Paese negli ultimi sei anni (in certi Paesi, in assenza di una serie storica sufficientemente lunga, si considera un periodo più breve o l'*asset swap spread* pagato da un titolo governativo *benchmark* di pari durata emesso dal Paese in oggetto);
- Premio a rischio sul capitale proprio: Determinato con l'*Option Based Model* e basato sulla volatilità delle azioni UniCredit negli ultimi sei anni.

A valle di questa analisi, Unicredit afferma che il tasso d'interesse per la prima categoria di CGU è pari al 10%, mentre il tasso per la seconda categoria è dell'11,4%.

Infine, per quanto riguarda la stima del *Terminal Value*, si possono distinguere banche che utilizzano il metodo del *Dividend Discount Model*, nella versione *Warranted Equity*, e banche che preferiscono il *Discounted Cash Flow*. Tra le banche che utilizzano il DDM, la scelta più diffusa è quella di utilizzare il dividendo dell'ultimo anno del periodo di previsione esplicita per proiettare i flussi oltre tale data, considerando anche un tasso di crescita del dividendo (*g*) pari al 2%. Tale approccio, è utilizzato da Banca Carige, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Mediobanca, Popolare d'Emilia, Banca Popolare di Milano (che però prevede dei tassi d'interesse maggiorati per attualizzare i flussi oltre il periodo di previsione esplicita) e Veneto Banca (che utilizza una "g" pari al 2% per le CGU italiane e una "g" maggiorata per le CGU estere). Leggermente differente è la scelta fatta dal Banco Popolare che prevede come "flusso a regime" una media dei dividendi distribuiti nel periodo di previsione esplicita ed un tasso di crescita oltre l'orizzonte pari al tasso di crescita medio del settore. Anche il Credito Emiliano

sceglie di utilizzare un dividendo medio come “flusso a regime” e prevede una crescita oltre il periodo di previsione esplicita pari all’1,5%. Monte dei Paschi di Siena opta per un dividendo normalizzato ed economicamente sostenibile, unito ad un tasso di crescita del 2%. Tra le banche che hanno scelto il metodo alternativo di stima del Valore d’Uso e, quindi, del *Terminal Value*, ovvero il *Discounted Cash Flow*, ci sono il Credito Valtellinese, che ha deciso di utilizzare come “flusso a regime” un flusso medio normalizzato, accompagnato da una crescita stabile del 2%, l’Iccrea Holding, che ha proiettato il flusso dell’ultimo anno in perpetuo considerando una crescita pari al 2% ed un periodo di previsione esplicita di soli 3 anni, l’Intesa Sanpaolo, che ha deciso di utilizzare il flusso finanziario dell’ultimo periodo di previsione esplicita e ponderarlo per un fattore “g” che varia di Paese in Paese, l’UBI Banca, che ha scelto di utilizzare il flusso dell’ultimo anno di previsione esplicita e un tasso di crescita del 2% e Unicredit, che ha utilizzato un piano suddiviso in tre intervalli principali: dal 2014 al 2018, dove vengono riportati i flussi relativi al periodo di previsione esplicita derivante dal piano industriale; un periodo intermedio che va dal 2019 al 2023 nel quale il flusso dell’ultimo anno di previsione esplicita è incrementato secondo un tasso “g” decrescente fino al valore del 2% che verrà poi utilizzato per rendere perpetuo il “flusso a regime” del *Terminal Value*, che verrà calcolato a partire dall’anno 2023.

4.2 L’analisi di bilancio delle banche presenti nel campione

L’analisi condotta si sposta sulle risultanze di bilancio delle singole banche, presenti nel campione all’interno del periodo di riferimento. Verranno evidenziate quattro voci principali, che guideranno lo studio del campione, ossia, il valore dell’avviamento, l’eventuale *impairment loss* registrata, il risultato economico del periodo ed il dividendo distribuito. I valori di *impairment loss* che verranno riportati, si riferiscono esclusivamente all’avviamento e non anche ad altri beni immateriali della banca, inoltre, a volte, come verrà evidenziato, le differenze di avviamento tra due esercizi saranno dovute alla cessione di una CGU o al cambio di destinazione

della stessa (da CGU operativa a CGU detenuta per la vendita) e non ad una svalutazione per perdita durevole. Il risultato d'esercizio preso in considerazione si riferisce al risultato complessivo, non ripartito tra terzi e capogruppo, in coerenza con le altre voci analizzate, in quanto, non sarebbe possibile ripartire le voci di avviamento ed *impairment loss*, seguendo lo stesso criterio. Anche la voce "dividendi" segue l'impostazione del risultato d'esercizio per motivi di coerenza con le altre voci analizzate, inoltre, si è voluto normalizzare il dato, eliminando la distribuzione straordinaria di dividendi. Ai fini dell'analisi proposta, assume rilevanza, esclusivamente, la distribuzione degli utili maturati all'interno del periodo dei cinque anni e non anche la distribuzione di utili accantonati a riserva negli esercizi precedenti l'analisi. Seguendo un mero ordine alfabetico, si procede alla rappresentazione dei dati estrapolati dai bilanci consolidati dei gruppi bancari.

Il primo gruppo rappresentato è quello della Banca Carige, la quale mostra i seguenti risultati:

Bilancio Consolidato Banca Carige¹⁴⁵					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	1.644.822	1.779.504	1.779.644	1.779.487	106.479
Impairment Loss	-	-	-	-	1.647.000
Risultato Economico	209.019	179.636	188.636	24.512	- 1.776.708
Dividendo	153.805	149.975	131.109	154.792	1.339

Dai dati esposti, si può notare come il risultato economico del periodo sia fortemente influenzato dal risultato dell'*impairment test* dell'avviamento, il quale nel 2013 ha comportato una perdita per oltre un miliardo e mezzo di euro spesa interamente a Conto Economico. In virtù del risultato negativo dell'anno e in seguito al risultato, positivo ma in calo, dell'anno precedente, la banca ha deciso

¹⁴⁵ Fonte: Bilancio Consolidato Banca Carige, anni 2009-2013. Importi in €/000.

anche di ridurre sensibilmente il *Payout ratio*¹⁴⁶, passando da una media del 76% dal 2009 al 2012 ad un *Payout* del 5% nel 2013.

La Banca Popolare d'Emilia presenta dei risultati più stabili rispetto a Banca Carige anche se ha dovuto contabilizzare due volte nell'arco dei cinque anni una *impairment loss* sul valore dell'avviamento. Di seguito il dettaglio:

Bilancio Consolidato Banca Popolare d'Emilia¹⁴⁷					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	451.814	445.543	376.029	375.935	380.416
Impairment Loss	-	3.299	58.200	-	-
Risultato Economico	169.473	327.357	237.359	- 32.598	16.114
Dividendo	77.984	64.785	45.993	28.103	-

In questo caso, è possibile notare che nonostante il risultato negativo dell'*impairment test* nel 2010 e nel 2011, la banca è riuscita, nel primo anno, dove il valore dell'*impairment loss* è poco rilevante, ad incrementare il risultato economico e nel secondo a non renderlo negativo.

Relativamente alla politica di dividendo, si può notare un calo nel *Payout ratio* nel corso degli anni da un valore del 38% ad inizio periodo fino allo 0% dell'ultimo anno. Il calo più forte, in termini percentuali, è stato registrato tra il 2010 ed il 2011 dove il *Payout* passa dal 38% al 14% per due cause principali, il maggior risultato economico rispetto all'anno precedente ed il minor dividendo pagato a seguito di una rinnovata strategia di rafforzamento patrimoniale per affrontare la crisi e le nuove richieste del comitato di Basilea.

¹⁴⁶ Per calcolare il Payout ratio si è utilizzata il seguente rapporto: Payout ratio = dividendo pagato nell'anno t/risultato d'esercizio dell'anno t-1.

¹⁴⁷ Fonte: Bilancio Consolidato Banca Popolare d'Emilia, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Risultati decisamente peggiori sono stati conseguiti dalla Banca Popolare di Milano, la quale, a partire dal 2011, ha registrato forti perdite sia nel risultato d'esercizio che nel valore contabile dell'avviamento.

I dati, nel particolare, affermano:

Bilancio Consolidato Banca Popolare di Milano¹⁴⁸					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	797.018	686.663	335.425	0	0
Impairment Loss	0	0	335.871	335.425	0
Risultato Economico	102.925	111.120	-621.204	-434.850	29.389
Dividendo	41.262	68.606	90.746	0	0

Come è possibile notare dai dati esposti, il primo biennio di crescita nel risultato economico e nei dividendi distribuiti, viene completamente ribaltato dal secondo biennio del periodo, dove vengono registrate due perdite molto rilevanti, figlie anche della completa cancellazione dell'avviamento dallo Stato Patrimoniale, distribuita equamente nei due esercizi. Tra il 2009 ed il 2010, viene registrata una diminuzione del valore dell'avviamento ma è riconducibile alla cessione della relativa CGU. Ovviamente, anche la politica di dividendo segue l'andamento del risultato economico, infatti, da un valore iniziale di circa il 67%, cresce fino all'82% circa prima di azzerarsi in virtù delle perdite registrate.

In controtendenza, la Banca Popolare di Sondrio, la quale, nel periodo analizzato, acquisisce un maggior valore di avviamento, a seguito di un'acquisizione effettuata nel 2010, e lo mantiene costante per tutto il periodo di riferimento.

¹⁴⁸ Fonte: Bilancio Consolidato Banca Popolare di Milano, anni 2009-2013. Importi in €/000.

I risultati economici, sempre positivi ma in calo, sono i seguenti:

Bilancio Consolidato Banca Popolare di Sondrio¹⁴⁹					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	0	8.959	8.959	8.959	8.959
Impairment Loss	-	-	-	-	-
Risultato Economico	201.064	136.799	78.216	40.183	60.677
Dividendo	9.594	100.954	66.012	29.083	12.490

Anche in questo caso, si possono notare dei risultati economici decrescenti nel periodo, accompagnati da un *Payout ratio* altrettanto decrescente (dal 50% del 2010 fino al 31% del 2013).

La Banca Popolare di Vicenza mantiene sostanzialmente invariato il valore dell'avviamento e i risultati economici nei primi quattro anni. Nel quinto anno, invece, è stato necessario rilevare una *impairment loss* per oltre quindici milioni, contribuendo in questo modo a far registrare una perdita complessiva per oltre 26 milioni di euro. Nel dettaglio:

Bilancio Consolidato Banca Popolare di Vicenza¹⁵⁰					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	942.587	942.587	942.587	942.587	927.362
Impairment Loss	-	-	-	-	15.225
Risultato Economico	104.421	95.960	96.525	101.138	-26.570
Dividendo	82.544	38.890	41.459	64.834	41.584

¹⁴⁹ Fonte: Bilancio Consolidato Banca Popolare di Sondrio, anni 2009-2013. Importi in €/000.

¹⁵⁰ Fonte: Bilancio Consolidato Banca Popolare di Vicenza, anni 2009-2013. Importi in €/000.

In questo caso l'*impairment loss*, unitamente alla perdita registrata nell'ultimo anno, sembrano non aver intaccato la politica di dividendo, che si attesta su un valore medio pari al 47% (non molto distante dal valore dell'anno colpito dalla perdita economica, dove si osserva un *ratio* pari al 41%).

Il Banco Popolare segue l'andamento della BPM, conseguendo dei risultati positivi, nei primi due anni del periodo analizzato, per poi conseguire pesanti perdite economiche negli anni successivi. Il cambio di tendenza nei risultati economici coincide con l'esercizio nel quale viene svalutato l'avviamento per un valore relativo pari al 63% dello stesso. Viene ridimensionata anche la politica di dividendo, che risulta essere la seguente:

Bilancio Consolidato Banco Popolare¹⁵¹					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	4.474.030	4.408.665	1.608.495	1.588.895	1.588.895
Impairment Loss	0	0	2.766.564	0	0
Risultato Economico	257.939	331.527	-2.240.972	-949.597	-620.044
Dividendo	0	85.654	77.405	9.197	10.002

Da notare come, nel 2011, la svalutazione dell'avviamento sia determinante ai fini del netto negativo, infatti, in sua assenza la banca avrebbe avuto l'opportunità di registrare un utile di oltre 525 milioni di euro. Molto evidente è anche il calo del *Payout* a seguito delle perdite registrate che, tuttavia, riserva un dividendo minimo per le azioni di risparmio anche negli esercizi in perdita.

¹⁵¹ Fonte: Bilancio Consolidato Banco Popolare, anni 2009-2013. Importi in €/000.

La Credem sembra non aver subito gli effetti della crisi nel periodo di riferimento, in quanto presenta un avviamento stabile negli anni, un risultato economico crescente ed un *Payout* medio del 35%.

Bilancio Consolidato Credito Emiliano¹⁵²					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	287.295	287.295	287.295	287.295	287.295
Impairment Loss	-	-	-	-	-
Risultato Economico	88.937	78.024	96.677	121.369	115.913
Dividendo	0	26.617	33.278	33.268	39.766

Il Credito Valtellinese, invece, non è riuscito a mantenere intatto il valore del proprio avviamento, in particolare, nel secondo biennio, dove è stato costretto ad apportare svalutazioni per un importo complessivo pari al 57% dell'avviamento totale. Tale risultato ha contribuito, unitamente alla crisi finanziaria e reale, ad abbattere i risultati del periodo analizzato. Nel particolare:

Bilancio Consolidato Credito Valtellinese¹⁵³					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	687.508	711.688	609.498	305.492	305.492
Impairment Loss	0	0	102.190	304.006	0
Risultato Economico	88.132	81.714	66.658	-318.126	14.305
Dividendo	69.115	45.666	56.918	43.285	1.622

¹⁵² Fonte: Bilancio Consolidato Credito Emiliano, anni 2009-2013. Importi in €/000.

¹⁵³ Fonte: Bilancio Consolidato Credito Valtellinese, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Anche il *Payout ratio*, finora sempre superiore al 50%, dopo aver raggiunto l'apice nel 2011 (quasi il 70%), viene ridimensionato con il risultato consolidato del 2012. Una piccola quota di dividendi viene distribuita anche a seguito della perdita del 2012 ai detentori di azioni di risparmio le quali prevedono una piccola quota di dividendo annuo garantita.

L'Iccrea Holding nei cinque anni considerati ha incrementato il valore del proprio avviamento del 72% circa, il risultato economico ed il *Payout*, invece, variano minimamente dall'inizio alla fine del periodo, tuttavia, presentano valori molto differenti negli anni centrali. I valori osservati risultano essere i seguenti:

Bilancio Consolidato Iccrea Holding¹⁵⁴					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	10.852	10.852	18.211	18.716	18.716
Impairment Loss	0	0	0	0	0
Risultato Economico	40.896	16.285	59.970	45.249	38.459
Dividendo	12.894	13.417	15.128	8.138	12.391

Il dividendo distribuito ad inizio e a fine periodo varia, in valore assoluto, di 500 mila euro, in valore relativo del 5% in termini di *Payout ratio*. Il punto di massimo viene raggiunto nel 2011 dove, in termini di valore assoluto si ottiene un dividendo totale pari a 15.128.000 euro ed in termini di valore relativo si distribuisce il 93% del risultato netto. Il punto di minimo è relativo all'esercizio successivo dove il dividendo totale ammonta a 8.138.000 euro, ossia il 14% del risultato economico dell'esercizio precedente.

¹⁵⁴ Fonte: Bilancio Consolidato Iccrea Holding, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Intesa Sanpaolo, nei cinque anni, ha dovuto svalutare notevolmente il valore contabile dell'avviamento in due occasioni, nel 2011 quando ha dovuto abbattere il valore del 54% e nel 2013, anche in questo caso il valore contabile è stato più che dimezzato. In entrambi i casi, il risultato economico dell'esercizio è stato negativo per un importo inferiore all'*impairment loss* registrata, perciò la perdita è stata ricondotta principalmente a tali svalutazioni.

Bilancio Consolidato Intesa Sanpaolo¹⁵⁵					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	18.838.000	19.217.000	8.689.000	8.681.000	3.899.000
<i>Impairment Loss</i>	0	0	10.317.000	0	4.676.000
Risultato Economico	2.938.000	2.776.000	-8.127.000	1.654.000	-4.557.000
Dividendo	86.000	1.125.000	1.077.000	49.000	901.000

In questo caso, la politica di dividendo del gruppo sembra essere legata fortemente al risultato dell'*impairment test* e di conseguenza al risultato d'esercizio, infatti, nel 2011, in seguito alla prima svalutazione vi è una perdita tale da far rivisitare la politica di dividendo, allo stesso modo nel 2013, dopo la seconda grande svalutazione, risulta probabile un'altra revisione.

Non è stato possibile analizzare l'influenza esercitata sul risultato economico e sul *Payout ratio* dalle dinamiche del valore dell'avviamento per Mediobanca, in quanto il valore contabile di quest'ultimo è rimasto invariato lungo tutto il periodo analizzato, tuttavia, forti variazioni sono state riscontrate nelle altre due variabili.

¹⁵⁵ Fonte: Bilancio Consolidato Intesa Sanpaolo, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Di seguito il dettaglio:

Bilancio Consolidato Mediobanca¹⁵⁶					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	365.934	365.934	365.934	365.934	365.934
Impairment Loss	0	0	0	0	0
Risultato Economico	1.952	402.121	373.567	80.359	-184.091
Dividendo	522.502	0	143.496	127.376	0

Il Monte dei Paschi di Siena, invece, ha ridotto il proprio avviamento di circa il 90% tra il 2011 ed il 2012, registrando di conseguenza delle perdite per quasi otto miliardi di euro nel biennio. Anche il dividendo distribuito negli esercizi successivi alle citate perdite risultano notevolmente inferiori alla media dei cinque anni.

Bilancio Consolidato Monte dei Paschi di Siena¹⁵⁷					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	6.619.479	6.473.779	2.216.339	669.701	669.692
Impairment Loss	0	0	4.257.000	1.528.000	0
Risultato Economico	224.615	986.983	-4.688.739	-3.189.821	-1.438.923
Dividendo	108.448	9.585	177.707	5.748	97

¹⁵⁶ Fonte: Bilancio Consolidato Mediobanca, anni 2009-2013. Importi in €/000.

¹⁵⁷ Fonte: Bilancio Consolidato Monte dei Paschi di Siena, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Anche in questo caso, l'aver registrato una *impairment loss* di importo rilevante ha influenzato la possibilità della banca di distribuire i dividendi maturati l'anno precedente, però a differenza del risultato maturato da Intesa il valore della perdita d'esercizio supera il valore dell'*impairment loss*, quindi non è possibile affermare che la variazione nel piano di distribuzione dell'utile sia dipeso esclusivamente dall'avviamento svalutato.

I risultati conseguiti nel periodo da UBI Banca possono essere suddivisi in tre fasi principali: il primo biennio, il secondo biennio ed il 2013. Di seguito il dettaglio:

Bilancio Consolidato UBI Banca¹⁵⁸					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	4.401.911	4.416.660	2.538.668	2.536.574	2.511.679
Impairment Loss	0	0	1.873.849	0	24.895
Risultato Economico	287.147	185.723	-1.862.091	91.666	274.137
Dividendo	69.001	217.269	115.838	0	0

Nel biennio 2009/2010, il risultato economico è positivo ed il *Payout ratio* è superiore, rispettivamente, al 75% e al 62%; il biennio 2011/2012, è caratterizzato da una perdita di quasi due miliardi dovuta principalmente alla svalutazione dell'avviamento ed un *Payout* completamente abbattuto; il 2013, invece, presenta un'*impairment loss* di importo contenuto ed un risultato economico in netta ripresa.

¹⁵⁸ Fonte: Bilancio Consolidato UBI Banca, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Anche l'Unicredit nel corso dei cinque anni analizzati ha diminuito il valore dell'avviamento per l'83%. La svalutazione è avvenuta in due momenti, nel 2011 (svalutazione di oltre 8,5 miliardi di euro) e nel 2013 (svalutazione di circa 8 miliardi).

Bilancio Consolidato Unicredit¹⁵⁹					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	20.490.534	20.428.073	11.567.192	11.677.608	3.533.100
Impairment Loss	0	0	8.677.456	0	7.989.792
Risultato Economico	2.034.620	1.644.569	-8.841.682	1.222.532	-13.583.170
Dividendo	94.251	729.833	809.295	207.308	311.209

Le perdite economiche sia del 2011 che del 2013 sono superiori alle svalutazioni effettuate perciò l'impatto sulla politica di dividendo è stato forte. Nel 2012 il dividendo distribuito è diminuito del 75% rispetto all'anno precedente. La nuova politica di dividendo sembra non cambiare in occasione dell'utile ottenuto nel 2012, infatti l'anno successivo il nuovo dividendo distribuito risulta essere comunque inferiore a quello del 2011 del 61%.

Infine, Veneto Banca non ha ritenuto necessario svalutare l'avviamento nel periodo analizzato, nonostante la perdita economica registrata per due esercizi consecutivi nel 2012 e nel 2013.

¹⁵⁹ Fonte: Bilancio Consolidato Unicredit, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Bilancio Consolidato Veneto Banca ¹⁶⁰					
Voce	2009	2010	2011	2012	2013
Avviamento	1.002.369	1.191.279	1.191.279	1.191.279	1.190.986
Impairment Loss	0	0	0	0	0
Risultato Economico	124.067	123.232	154.950	-71.947	-99.501
Dividendo	17.694	53.154	57.524	57.968	0

Esiste una piccola variazione nel valore contabile dell'avviamento nell'ultimo anno, ma la Nota Integrativa spiega che è una variazione riconducibile alla vendita di una CGU, alla quale era stato attribuito un valore di avviamento esattamente pari al delta registrato.

4.3 Impatti sulla gestione delle banche soggette ad *impairment test*: la politica di dividendo

Dall'analisi svolta nel precedente paragrafo, risulta che un terzo del campione preso in analisi non ha dovuto svalutare il valore contabile dell'avviamento (si tratta di: Banca Popolare di Sondrio, Credem, Iccrea, Mediobanca e Veneto Banca). Tra le dieci banche restanti, è possibile osservare due tipi di comportamenti, dovuti alle scelte del *management* circa le modalità con cui affrontare l'*impairment loss* e le perdite consolidate:

- in un primo caso è stato azzerato o quasi il *Payout ratio* a seguito delle svalutazioni dell'avviamento;
- nel secondo caso si è preferito abbattere il valore del dividendo, ma garantirne comunque un valore minimo ai propri azionisti.

¹⁶⁰ Fonte: Bilancio Consolidato Veneto Banca, anni 2009-2013. Importi in €/000.

Nella prima categoria rientra la Banca Carige, che a seguito del risultato in calo, ma comunque positivo, registrato nel 2012 ha abbattuto il *Payout* dall'82% al 5% e che in virtù della perdita registrata nel 2013, principalmente dovuta all'*impairment loss* che quasi eguaglia il valore della perdita stessa, verosimilmente ridurrà ulteriormente il *Payout* portandolo a zero. La Banca Popolare di Milano ha provveduto ad azzerare il proprio dividendo in seguito al risultato netto del 2011 (-621 milioni), per metà riconducibile alla svalutazione dell'avviamento. Nell'esercizio successivo è da registrare la completa cancellazione dell'avviamento dal bilancio con conseguente perdita a fine anno riconducibile per il 77% circa alla *impairment loss* e dividendo ancora nullo. Anche il Banco Popolare ha quasi azzerato la distribuzione di dividendi a seguito di una prima *impairment loss* nel 2011 che ha costretto la banca a chiudere in perdita l'esercizio. Il dividendo distribuito a seguito di questo risultato risulta diminuito dell'88% se si osserva il valore assoluto e del 22% in termini di *Payout ratio*¹⁶¹. Il Credito Valtellinese nel biennio 2011/2012 ha registrato due *impairment loss*, che hanno contribuito a spostare il risultato economico da un utile di oltre ottanta milioni nel 2010 ad una perdita di circa trecentoventi milioni nel 2012. Anche il dividendo pagato al termine del biennio è diminuito sensibilmente, infatti si registra un valore poco superiore al milione e mezzo contro i quasi 57 milioni del 2010. Intesa Sanpaolo nel 2011 e nel 2013 ha concluso l'*impairment test* dell'avviamento con una perdita durevole di valore superiore all'importo della perdita economica consolidata del periodo relativo. In questo caso la diminuzione del dividendo sia in valore assoluto che in termini di *Payout ratio* può essere imputata interamente all'*impairment loss*, poiché nell'esercizio successivo alla prima svalutazione la banca ha ottenuto un risultato netto positivo per oltre un miliardo e mezzo con conseguente *Payout ratio* elevato a valori addirittura superiori a quelli ante crisi. Il Monte dei Paschi di Siena invece ha ridotto in maniera evidente l'importo di utile distribuito, ma ha comunque preferito mantenere un livello minimo di dividendo dopo la prima grande svalutazione dell'avviamento nel 2011 che ha concorso per il 91% alla perdita netta totale

¹⁶¹ Per ottenere il valore del *Payout ratio* si è considerato l'ipotetico risultato economico che la banca avrebbe ottenuto qualora la svalutazione dell'avviamento non fosse stata registrata.

dell'esercizio. Nel 2012 a seguito di una seconda *impairment loss* ed un risultato netto ancora in calo ha infine deciso di azzerare quasi il proprio Payout. Una scelta in direzione opposta è stata presa da UBI Banca che, in seguito alla *impairment loss* del 2011 (di importo superiore alla perdita consolidata), ha modificato la propria politica di dividendo, azzerandola. Il dividendo distribuito è stato nullo anche a seguito del risultato economico positivo del 2012, evidenza questa che afferma il cambio radicale nelle politiche scelte dalla banca.

Un'analisi differente deve essere impostata per le banche facenti parte la seconda categoria, ossia Unicredit, Banca Popolare d'Emilia e Banca Popolare di Vicenza. L'Unicredit, a fronte della svalutazione dell'avviamento subita nel 2011, unitamente alla perdita netta a fine esercizio, ha deciso di ridurre il volume dei dividendi senza però avvicinarlo a cifre prossime allo zero; in valore assoluto il dividendo risulta inferiore per circa il 74% rispetto all'esercizio precedente, ma si attesta comunque su cifre superiori ai duecentosette milioni di euro. La Banca Popolare d'Emilia invece nel biennio 2010/2011 registra due *impairment loss* di importo ridotto che non inficiano i rispettivi risultati economici, chiusi in aumento rispetto all'utile del 2009.

Tuttavia il risultato dell'*impairment test* e le nuove regole dettate da Basilea spingono la banca a ridurre il dividendo pagato in valore assoluto e il *Payout ratio* dal 38% del 2009 al 12% del 2011. Infine la Banca Popolare di Vicenza ha dovuto diminuire il valore del proprio avviamento soltanto nel 2013 e per un importo vicino all'1,5% del valore complessivo dell'avviamento, per cui non sembra plausibile prevedere una rivisitazione dell'intera politica di dividendo.

Conclusioni

Per concludere questo elaborato, si vogliono commentare brevemente i risultati dell'analisi empirica svolta nel precedente capitolo e si vuole fornire una risposta all'ipotesi di correlazione tra perdita durevole di valore dell'avviamento e riduzione del dividendo distribuito nell'anno successivo.

A valle dell'analisi condotta sul campione, alcuni gruppi bancari non hanno svalutato il proprio avviamento a seguito dell'*impairment test*, perciò, non è stato possibile formulare un giudizio sulla correlazione tra *impairment loss* e politica di dividendo. Tra i motivi che hanno portato all'impossibilità di formulare un giudizio, rientrano anche le recenti modifiche alla disciplina del Patrimonio di Vigilanza, le quali hanno costretto alcune banche ad incrementare il proprio *Core Tier 1*, per ottenere dei valori soddisfacenti nei vari indicatori introdotti, proprio a danno dei dividendi di competenza dell'esercizio. Nella restante parte del campione, invece, è stata riscontrata una correlazione positiva tra *impairment loss* e diminuzione del *Payout ratio*. Infatti, ogniqualvolta è stato necessario registrare una perdita durevole di avviamento, il dividendo pagato è diminuito in maniera sensibile. Ovviamente, trattandosi di gruppi bancari di dimensioni notevoli, l'importo delle svalutazioni è risultato spesso determinante ai fini del risultato d'esercizio, comportando la maggior parte delle volte, una perdita netta.

Oltre alle singole scelte strategiche e/o operative attuate dalle banche analizzate, un ruolo di primaria importanza, nella svalutazione dell'avviamento, si ritiene sia stato svolto dall'attuale crisi finanziaria. Questa ipotesi trova evidenze nei risultati dell'analisi di sensitività, spesso rassicuranti. Tuttavia, i gruppi presenti nel campione sono stati costretti a svalutare gli avviamenti delle proprie CGU anche in due o più esercizi consecutivi, simbolo di forte instabilità nel settore in cui si opera.

Appare, quindi, che l'ipotesi formulata in apertura di questo elaborato sia stata pienamente confermata dal campione analizzato.

Bibliografia

- A. Amaduzzi, *"Ragioneria generale"*, L. Macri, 1948
- A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *"La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance"*, Franco Angeli, 1999
- A. Bonifazi, G. Troise, *"Basilea 2. Leve di governo del rating bancario"*, Ipsoa, 2007
- A. Damodaran, *"The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses"*, PT press, 2009
- A. Damodaran, *"Finanza aziendale"*, Apogeo, 2006
- A. Damodaran, *"Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset"*, Wiley, 2012
- A. Damodaran, *"The Value of Synergy"*, Stern School of Business, 2005
- A. Damodaran, *"Valutazione delle aziende"*, Maggioli, 2010
- A. Ferrari, E. Gualandri, A. Landi, P. Vezzani, *"Il sistema finanziario: funzioni mercati e intermediari"*, Giappichelli, 2012
- A. Lionzo, *"Il giudizio di impairment. Profili valutativi e riflessi sui processi organizzativi e gestionali"*, Franco Angeli, 2007
- A. Narduzzo, *"Le fonti del vantaggio competitivo"*, Franco Angeli, 2003
- A. Panno, *"Intangible assets. Profili economici e aspetti valutativi"*, Giappichelli, 2011
- A. Pappadà, *"I rischi operativi nelle banche. Misurazione e gestione"*, Bancaria editrice, 2001
- A. Resti *"Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche: una guida metodologica"*, Alpha Test, 2001
- A. W. Lo, H. Mamaysky, J.Wang, *"Asset Pricing and Trading Volume Under Fixed transaction costs"*, Journal of Political Economy, vol. 112, 2000
- Accounting Principles Board, Opinion 17 *"Intangible Assets"*
- Accounting Standard Board, SSAP 22, *"Accounting for goodwill"*

Associazione Bancaria Italiana, *“Loss given default: aspetti metodologici e proposta di una struttura dati per la stima”*, Bancaria editrice, 2002

B.D. Jarnagin, *“US master GAAP guide”*, CCH, 2008

Banca d'Italia, circolare n.166, *“I bilanci delle banche. Schemi e regole di compilazione”*, 1992

Banca d'Italia, circolare n.262, *“Il bilancio bancario. Schemi e regole di compilazione”*, 2005

Borsa Italiana, *“La Bce mette sotto esame i bilanci bancari europei”*, 11 Aprile 2014

C. Andres, A. Betzer, M. Goergen, D. Metzger, *“Corporate Governance Systems”*, Wiley, 2011

C. Marcolini, *“Il rapporto banca-impresa alla luce di Basilea 2”*, Editrice le fonti, 2008

C. Zazzara, *“Le implicazioni regolamentari dell'utilizzo dei modelli per il rischio di credito”*, Edibank, 2000

Centro Studi IPE, *“Il passaggio da Basilea 2 a Basilea 3: gli effetti sui mercati e sui bilanci bancari”*, De Frede editore, 2011

Codice civile, art. 2426, *“Criteri di Valutazione”*

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *“Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari”*, 2011

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *“Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria”*, 1997

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *“Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali”*, 2006

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *“Metodologia dei Principi fondamentali”*, 1999

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *“Presentazione dell'emendamento dell'accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato”*, 1996 (rivista nel 2005).

Consob, Isvap e Banca d'Italia, *"Esercizi 2009-2010 – Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulle verifiche per riduzione di valore delle attività, sulle clausole contrattuali dei debiti finanziari, sulle ristrutturazioni dei debiti e sulla gerarchia del fair value"*, 2010

D. Balducci, *"La valutazione dell'azienda"*, Edizioni FAG, 2006

D. Lamanna Di Salvo, *"I metodi di determinazione del valore delle imprese: analisi dell'evoluzione storica delle metodologie valutative"*, UNI service, 2005

D.R. Carmichael, L. Graham, *"Accountants' Handbook, Financial Accounting and General Topics"*, Wiley, 2012

D.T. Larrabee, J.A. Voss, *"Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options"*, Wiley, 2012

D. Watson, A. Head, *"Corporate Finance: Principles and Practice"*, Pearson Education, 2010

Decreto Legislativo 1 settembre 1993, n. 385

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58

Decreto Legislativo 27 gennaio 1992, n.87

Direttiva comunitaria 25 luglio 1978, N.660

E. Bagna, *"La valutazione delle aziende"*, Egea, 2012

E. Brigham, J. Houston, *"Fundamentals of Financial Management"*, Cengage Learning, 2009

E. Dellarosa, R. Razzante, *"Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, Mifid e compliance"*, Franco Angeli, 2010

E.F. Fama, K.R. French, *"Multifactor explanations of asset pricing anomalies"*, Journal of Finance, Vol.51, 1996

E. Giannessi, *"Le aziende di produzione originaria, le aziende agricole"*, Pisa, 1960

E.S. Schwartz, L. Trigeorgis, *"Real Options and Investment Under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions"*, MIT Press, 2004

- E. Viganò, *"L'economia aziendale e la ragioneria. Evoluzione – Prospettive internazionali"*, Cedam, 1996
- F. Bartoli, G. Ossoli, *"Valore d'impresa e valore intangibile"*, Franco Angeli, 2009
- F. Battaglia, *"Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?"*, Franco Angeli, 2014
- F. Besta, *"La ragioneria"*, Vallardi, Libro I, 1920
- F. Campanella, A. Zampanella, *"La regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio del settore bancario"*, Maggioli, 2014
- F. Corno, *"Patrimonio intangibile e governo dell'impresa"*, Egea, 1996
- F. De Luca, *"Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali"*, Giappichelli, 2014
- F. Di Lazzaro, *"La performance del valore"*, Giappichelli, 2013
- F. Fortuna, *"Corporate governance: Soggetti, modelli e sistemi"*, Franco Angeli, 2001
- F. Masera, G. Mazzoni, *"Basilea III. Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi"*, Franco Angeli, 2012
- F. Modigliani, M.H. Miller, *"The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"*, in *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 1958
- F. Pedriali, *"Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali"*, Hoepli, 2006
- F.S. Mishkin, S.G. Eakins, G. Forestieri, *"Istituzioni e mercati finanziari"*, Pearson Addison Wesley, 2007
- Financial Accounting Standards Board, FAS 141, *"Business Combinations"*, 2007
- Financial Accounting Standards Board, FAS 142, *"Goodwill and Other Intangible Assets"*, 2001
- Financial Reporting Council, FRS 10, *"Goodwill and Intangible asset"*, 1997
- Financial Reporting Council, FRS 11, *"Impairment of fixed assets and goodwill"*, 1998
- G.A. Guthrie, *"Real Options in Theory and Practice"*, Oxford University Press, 2009

- G. Adalsteinsson, *"The Liquidity Management Guide: From Policy to Pitfalls"*, Wiley, 2014
- G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda, *"Lezioni di economia aziendale"*, Il Mulino, 1989
- G. Bennett Stewart, *"La ricerca del valore. Una guida per il management e per gli azionisti"*, Egea, 2000
- G. Birindelli, P. Ferretti, *"Evoluzione del rischio operativo nelle imprese bancarie. Regolamentazione, implicazioni gestionali e testimonianze"*, Giuffrè, 2006
- G. Boffelli, *"Valutare l'impresa. Come creare e misurare il valore. Dalla pianificazione dei flussi economici e finanziari alla stima del valore economico"*, Maggioli
- G. Brescia, F. Muraca, *"Le perizie di stima nelle aziende"*, Maggioli, 2013
- G. Bruni, *"Fusioni & scissioni. Profili strategici e economici"*, Giuffrè, 2009
- G. Ceccacci, C. Rigato, P. Camanzi, *"Basilea 2 per piccole e microimprese"*, Edizioni FAG, 2006
- G. De Laurentis, *"Il rischio di credito: i fidi bancari nel nuovo contesto teorico, normativo e di mercato"*, Egea, 1994.
- G. Ferrero, *"La valutazione del capitale di bilancio"*, Giuffrè, 1988
- G. Ferrero, *"Il ruolo delle valutazioni analitico-patrimoniali nei processi estimativi di aziende oggetto di rilievo"*, in *"Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo"*, Cedam, 1987.
- G. Ferrero, *"La valutazione economica del capitale d'impresa"*, Giuffrè, 1966
- G. Gabbi, M. Massaccesi, *"Il rischio operativo nelle banche. Aspetti teorici ed esperienze aziendali. Misurazione e gestione"*, Egea, 2005
- G. Liberatore, *"La valutazione delle PMI"*, Franco Angeli, 2010
- G. Manzana, M. Iori, *"Guida alla valutazione d'azienda"*, Gruppo 24Ore, 2012
- G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *"La valutazione delle aziende"*, Giappichelli, 2005.
- G. Zappa, *"Il reddito d'impresa"*, Giuffrè, 1937
- G. Zappa, *"Le produzioni nell'economia delle imprese"*, Tomo Primo, Giuffrè, 1956

H. Kent Baker, G.S. Martin, *“Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice”*, Wiley, 2011

H. Kent Baker, R. Anderson, *“Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice”* Wiley, 2011

H.R. Machiraju, *“Merchant Banking, Principles and Practice”*, New Age International, 2007

IFRS Interpretation Committee, Staff Paper on *“IAS 36 Impairment of assets – Calculation of value in use”*, 2010

International Accounting Standards Board, *“Conceptual Framework for Financial Reporting”*, 2010

International Accounting Standards Board, IAS 1, *“Presentazione del bilancio”*

International Accounting Standards Board, IAS 7, *“Rendiconto Finanziario”*

International Accounting Standards Board, IAS 27, *“Bilancio consolidato e separato”*

International Accounting Standards Board, IAS 30, *“Informazioni richieste nel bilancio delle banche e degli istituti finanziari”*

International Accounting Standards Board, IAS 36, *“Riduzione durevole di valore delle attività”*

International Accounting Standards Board, IAS 38, *“Attività immateriali”*

International Accounting Standards Board, IAS 39, *“Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”*

International Accounting Standards Board, IFRS 3, *“Business Combinations”*

International Accounting Standards Board, IFRS 5, *“Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate”*

International Accounting Standards Board, IFRS 8, *“Settori Operativi”*

J.A. Cohen, *“Intangible Assets: Valuation and Economic Benefit”*, Wiley, 2011

J. Blake, H. Lunt, *“Accounting standards”*, Prentice Hall, 2001

J.C. Hull, *“Risk Management and Financial Institutions”*, Wiley, 2012

- J. Gregory, *“Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment: A Continuing Challenge for Global Financial Markets”*, Wiley, 2012
- K. Corsi, *“La comunicazione dell’impairment test dell’avviamento: Tra riflessioni teoriche ed evidenze empiriche”*, Giappichelli, 2013.
- K.G. Ray, *“Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration”*, PHI Learning Pvt Ltd, 2010
- L.F. Franceschi, L. Comi, A. Caltroni, *“La valutazione delle banche. Analisi e prassi operative”*, Hoepli, 2010.
- L. Guatri, *“La teoria della creazione del valore”*, Egea, 1991
- L. Guatri, M. Bini, *“Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende”*, UBE, 2009
- L. Guatri, *“L’avviamento d’impresa. Un modello quantitativo per l’analisi e la misurazione del fenomeno”*, Giuffrè, 1957
- L. Nadotti, C. Porzio, D. Previati, *“Economia degli intermediari finanziari”*, McGraw-Hill, 2010
- L. Potito, *“Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese”*, Giappichelli, 2013
- L.T. Johnson, K.R. Petrone, *“Commentary: Is goodwill an asset?”*, in *“Accounting Horizon”*, Vol 12, N.3, Settembre 1998.
- M. Bloom, *“Double accounting for goodwill”*, Routledge, 2013
- M. Caratozzolo, *“I bilanci straordinari”*, Giuffrè, 2009
- M. Cavalieri, *“La determinazione del valore economico del capitale d’impresa”*, Giappichelli, 2010
- M. Cecchi, *“Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali”*, Franco Angeli, 2005
- M. Comana, *“Vigilanza sul capitale e gestione della banca”*, Egea, 1990
- M. De Bellis, *“La regolazione dei mercati finanziari”*, Giuffrè, 2012
- M.E. Porter, *“Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance”*, NY Free Press, 1985

M. Masari, G. Gianfrate, L. Zanetti, *"The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions"*, Wiley, 2014.

M. Muscettola, *"Basilea 2: diagnosi e terapie. Guida pratica per le imprese"*, Franco Angeli, 2006

M. Paganin, *"Le variabili rilevanti nel rating esterno. Un'applicazione alle imprese italiane"*, Editrice le fonti, 2008

M. Romano, *"Il patrimonio intangibile nella prospettiva del governo dell'impresa"*, 2004

M. Romano, *"Crescita, opportunità incrementali e valore delle aziende nella nuova economia"*, Rirea, 2002

M. Romano, *"L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici"*, Giappichelli, 2004

M. Rutigliano, *"Il bilancio della banca"*, Egea, 2011

M. Rutigliano, *"L'analisi del bilancio delle banche. Rischi, misure di performance, adeguatezza patrimoniale"*, Egea, 2012

M. Rutigliano, *"Valore d'uso e impairment test sull'avviamento nel bilancio delle banche. Tra discrezionalità valutativa e incertezze metodologiche"*, in *"Banca e banchieri"*, N.4, 2011

N. Chriss, *"Black Scholes and Beyond: Option Pricing Models"*, McGraw Hill, 1997

N. Di Cagno, *"L'Impresa societaria"*, Cacucci, 2012

O. Ehrardt, E. Nowak, *"Private benefits and minority shareholder expropriation (or what exactly are private benefits of control?)"*, CFS Paper, 2003

Organismo Italiano di Contabilità, *"Guide operative. Guida operativa sugli aspetti applicativi dei principi (IAS7/IFRS)"*, Giuffrè, 2008

Organismo Italiano di Contabilità, Applicazione 2 *"Impairment e Avviamento"*

Organismo Italiano di Contabilità, Applicazione 2.1 *"Impairment e avviamento per il settore bancario"*

Organismo Italiano di Contabilità, Principio 24, *"Immobilizzazioni Immateriali"*

Organismo Italiano di Valutazione, Discussion Paper *“Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale”*

P. Bongini, M.L. Di Battista, L. Nieri, A. Patarnello, *“Il sistema finanziario”*, Il Mulino 2004

P. Capaldo, *“Reddito e capitale nell'economia dell'impresa”*, Giuffrè, 2013

P. D'Alvise, *“Principi e precetti di ragioneria per l'amministrazione economica delle aziende”*, Cedam, 1932

P. Di Biase, *“Rating esterni e Basilea 2”*, Edizioni scientifiche italiane, 2008

P. Onida, *“L'azienda. Fondamentali problemi della sua efficienza”* in «*Rivista dei dottori commercialisti*», n. 6, 1954

P. Onida, *“Economia d'azienda”*, Utet, 1965

P. Onida, *“L'avviamento nelle valutazioni di cessione o di liquidazione di azienda”*, *Rivista Italiana di Scienze Commerciali*, 1949

P. Parini, *“Vantaggio competitivo e controllo strategico”*, Giappichelli, 1996

P. Savona, A. Sironi, *“La gestione del rischio di credito. Esperienze e modelli nelle grandi banche italiane”*, Bancaria Editrice, collana Imprese e Credito, 2000

R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, *“Principi di finanza aziendale”*, McGraw-Hill, 2011

R. Caparvi, *“Corso di economia delle gestioni bancarie”*, Franco Angeli, 1997

R. Cappelletto, F. Beltrame, *“Valutazione finanziaria e rischio nelle Piccole e Medie Imprese”*, Giappichelli, 2013

R. Jarrow, A. Subramanian, *“The Liquidity Discount”*, *Mathematical Finance*, vol.11, 2001

R. Perotta, *“L'applicazione dei principi contabili internazionali alle Business Combination”*, Giuffrè, 2006

R. Ruozi, P. Ferrari, *“Liquidity Risk Management in Banks: Economic and Regulatory Issues”*, Springer Science & Business Media, 2012

R.W. Kolb, *“Understanding Options”*, Wiley, 1995

- R. Weil, K. Shipper, J. Francis, *"Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses"*, Cengage Learning, 2012
- S.A. Ross, *"The Arbitrage Theory of of Capital Asset Pricing"*, Journal of economic theory, 1976
- S. Bianchi Martini, *"Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima"*, Franco Angeli, 2000
- S. Cosma, *"La misurazione del rischio operativo nelle banche. Basilea 2, regole nazionali ed europee, approcci, modelli e tecniche innovativi"*, Bancaria editrice, 2006
- S. Garzella, *"Governo strategico dell'azienda"*, Giappichelli, 2013
- S. Pucci, *"I beni immateriali nel bilancio delle banche. Valutazione, informativa ed effetto sulle quotazioni"*, Giappichelli, 2013
- T. D'Ippolito, *"La valutazione delle aziende in avviamento"*, Giuffrè, 1946
- T. Onesti, *"Fattori ambientali e comportamenti contabili. Analisi comparata dei sistemi contabili di alcuni Paesi industrializzati"*, Giappichelli, 1995
- T. Onesti, N. Angiola, S. Bianchi Martini, S. Garzella, A.L. Muserra, *"Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto"*, Franco Angeli, 2012

Documenti contabili consultati

Bilancio Consolidato Banca Carige, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Banca Popolare d'Emilia, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Banca Popolare di Milano, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Banca Popolare di Sondrio, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Banca Popolare di Vicenza, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Banco Popolare, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Credito Emiliano, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Credito Valtellinese, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Iccrea Holding, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Intesa Sanpaolo, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Mediobanca, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Monte dei Paschi di Siena, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato UBI Banca, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Unicredit, anni 2009-2013

Bilancio Consolidato Veneto Banca, anni 2009-2013