

**Dipartimento di Impresa e Management**

**Cattedra: Finanza Aziendale Avanzata**

**Titolo:** *“Analisi delle scelte per le variabili dell'Impairment test delle aziende quotate nell'Euro Stoxx 600”*

**Relatore:**

*Prof. Vulpiani Marco*

**Candidato:**

Nicola De Matteo

*Matr.:* 702251

**Correlatore:**

*Prof. Visaggio Mauro*

# ***Indice***

## ***Introduzione***

### **CAPITOLO I: *La disciplina dell'Impairment test***

- 1.1 Definizione Impairment test
- 1.2 Ratio del principio
- 1.3 I principi nazionali e internazionali relativi all'impairment test
- 1.4 Vantaggi e svantaggi dell'impairment test
  - 1.4.1 L'impatto dell'impairment test sulle decisioni aziendali
  - 1.4.2 Problematiche relative all'applicazione dell'impairment test
- 1.5 Ambito di applicazione della disciplina
- 1.6 Sintomi di una perdita durevole di valore da parte di una attività

### **Capitolo II: *Il calcolo del valore recuperabile***

- 2.1 Aspetti Generali
  - 2.1.1 Calcolo del Fair Value
  - 2.1.2 Calcolo del Value in Use
- 2.2 Differenze nella stima del valore recuperabile per singole attività e per aggregati delle stesse.
- 2.3 Il trattamento contabile della riduzione del valore di un singolo bene
- 2.4 Definizione di Unità Generatrici di flussi di cassa (CGU) e criticità dell'impairment test
  - 2.4.1 Stima del valore recuperabile di una CGU e trattamento contabile dell'impairment
  - 2.4.2 Impairment di secondo livello
- 2.5 Definizione di avviamento
  - 2.5.1 Determinazione e allocazione dell'avviamento
  - 2.5.2 Calcolo del valore recuperabile dell'avviamento e impairment test
- 2.6 Eventuali ripristini di valore
- 2.7 Differenza nell'impairment test tra la disciplina nazionale e quella internazionale

### **Capitolo III: *Analisi metodologia per il calcolo del Value in Use***

- 3.1 Discount Cash Flow
- 3.2 Flussi di Cassa attesi
- 3.3 Tasso di crescita
- 3.4 Tasso di attualizzazione e Wacc
- 3.5 Terminal Value

### **Capitolo IV: *Analisi delle scelte delle imprese dell'Euro Stoxx 600 per il calcolo del valore recuperabile***

- 4.1 Descrizione campione oggetto della ricerca e metodologia applicata.
- 4.2 Valore utilizzato per l'impairment test.
- 4.3 Metodologia per il calcolo dei valori
- 4.4 Determinazione Flussi di cassa
- 4.5 Numero di anni del periodo esplicito
- 4.6 Tasso di attualizzazione
  - 4.6.1 Cost of Equity
  - 4.6.2 Determinazione  $\beta$
  - 4.6.3 Analisi delle scelte relative al Market Risk Premium e Risk-free rate
- 4.7 Terminal Value
- 4.8 Analisi di Sensitività
- 4.9 Tasso di Crescita

### **Capitolo V: *Confronto delle scelte per le variabili dell'impairment test tra i diversi settori industriali.***

- 5.1 Analisi settore del Real Estate.
- 5.2 Analisi settori con business soggetti a concessioni e brevetti
- 5.3 Analisi settore Automotive, Health Care.
- 5.4 Dinamica delle scelte nei diversi paesi europei

### ***Conclusioni***

### ***Bibliografia e Sitografia***

## *Introduzione*

In questo lavoro finale si è focalizzata l'attenzione sul tema dell'impairment test, argomento disciplinato sia nello IAS 36 dei principi contabili internazionali IAS-IFRS formulati dall' "International Accounting Standards Board" (IASB), che nel principio contabile OIC 9 dell'Organismo Italiano di Contabilità. L'impairment test è un esame che permette di verificare se "le attività in bilancio siano iscritte ad un valore non superiore a quello effettivamente recuperabile". La stima del valore recuperabile dell'attività iscritte in bilancio è definita sul maggiore tra il valore d'uso (value in use) e il fair value meno i costi di vendita, come previsto dal principio contabile internazionale IAS 36"<sup>1</sup>. Tuttavia, i numerosi dibattiti nel settore hanno come tema centrale l'aspetto teorico-applicativo della tematica, mentre in questo elaborato l'obiettivo è quello di analizzare le scelte che compiono le imprese europee quotate nell'indice azionario EuroStoxx 600 in merito alle variabili di valutazione (valore utilizzato, metodo di stima, tasso di crescita, tasso di attualizzazione, e così via), al fine di verificare se la quantità e la qualità di informazioni fornite in merito a tali scelte raggiunge un adeguato livello di dettaglio e di disclosure.

L'argomento è abbastanza di attualità tra gli operatori di mercato. Infatti, i principi contabili legati all'impairment test negli ultimi anni hanno subito numerosi affinamenti in modo da rendere tale disciplina più efficace possibile, sintomo dell'importanza cruciale che riveste tale tematica nel mondo economico-finanziario. Osservando un qualsiasi bilancio di una impresa nazionale, o un annual report di una impresa internazionale, notiamo come si dedichi sempre più attenzione alla determinazione di eventuali perdite durevoli di valore di immobilizzazioni materiali, immateriali e/o di cash-generating units.

Al fine di riuscire ad analizzare tali scelte è stato necessario effettuare come prima cosa un lavoro preliminare di ricerca e raccolta delle informazioni in merito alle scelte effettuate dalle imprese, e successivamente i dati raccolti sono stati segmentati per poi essere analizzati durante l'elaborato.

Tuttavia, prima di analizzare le scelte è stato fornito un inquadramento teorico della disciplina in modo da riuscire ad analizzare le aree dove le imprese potevano avere maggiori spazi di discrezionalità nell'effettuare le scelte. Alla luce di ciò, nel primo

---

<sup>1</sup> L'impairment Test, Glossario Borsa Italiana

capitolo dell'elaborato viene analizzata dettagliatamente la disciplina, viene data una definizione di impairment test con successiva analisi della ratio del principio, eventuali punti di forza e debolezza degli stessi e i diversi ambiti di applicazione dei principi, delineando quali sono le imprese che sono soggette alla disciplina nazionale e quali quelle soggette alla disciplina internazionale. Proseguendo nello stesso capitolo vengono analizzati gli elementi patrimoniali che annualmente sono oggetto di valutazione, delineando gli eventuali sintomi di una ipotetica perdita di valore.

Nel secondo capitolo vengono analizzati i due valori che le imprese devono stimare per il calcolo del valore recuperabile, le metodologie che vengono utilizzate per effettuare tali calcoli. Inoltre, sempre nel secondo capitolo viene anche analizzato il caso in cui l'attività non è possibile valutarla singolarmente, e di conseguenza è necessario effettuare il test dell'impairment sulla Cash Generating Units.

In precedenza, abbiamo sottolineato come il valore recuperabile, che viene utilizzato per effettuare il confronto con il valore contabile, è dato dal maggior valore tra fair value e del value in use. Nel terzo capitolo l'attenzione viene spostata proprio sul metodo utilizzato per determinare il value in use, analizzando in particolare la formula matematica che viene utilizzata per effettuare la valutazione, e le modalità con cui possono essere stimati i diversi fattori, tema centrale dell'elaborato.

Nel quarto capitolo vengono analizzate i risultati emersi dalla raccolta e dall'analisi delle informazioni. Verranno fornite statistiche in merito ai valori scelti dalle imprese per effettuare il test, il metodo utilizzato operando confronti tra le diverse scelte fatte da imprese appartenenti a settori industriali diverse e a aree geografiche diverse. In particolare, sono analizzate le scelte effettuate dalle imprese in merito ai diversi fattori che devono essere stimati per calcolare il value in use, focalizzando l'attenzione in particolare sul tasso di attualizzazione utilizzato, il tasso di crescita stimato, e sul livello di disclosure che accompagna le scelte.

Nel quinto e ultimo capitolo vengono analizzate le scelte compiute nei singoli settori e nelle singole aree geografiche, operando confronti tra i diversi settori al fine di individuare punti di analogia e contrasto e spiegandone i motivi. Nell'ultimo capitolo si procederà ad analizzare se le stime e le ipotesi fatte in sede di valutazione rappresentano la realtà dei fatti e se riflettono l'andamento macroeconomico dei settori in cui le imprese operano, e dei settori in cui le stesse sono residenti.

## **CAPITOLO 1: *La disciplina dell'Impairment test***

### **1.1 Definizione Impairment test**

Le aziende alla fine dell'anno contabile, che non sempre coincide con la fine dell'anno solare, redigono il bilancio di esercizio nel quale viene rappresentata la situazione finanziaria, patrimoniale dell'azienda e viene rilevato il risultato d'esercizio. Il bilancio ha sia una funzione di controllo in quanto permette agli azionisti di controllare l'operato degli amministratori, che informativa in quanto permette di veicolare informazioni ai diversi portatori di interesse sia interni che esterni all'organizzazione. In questo elaborato ci interessa la funzione informativa che ha il bilancio.

Lo scopo del bilancio è quello di offrire una rappresentazione reale della situazione economica e patrimoniale della società. Infatti, il comma 2 dell'Art.2423 del Codice Civile prescrive che *“Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio.”*. La chiave di svolta è racchiusa nel concetto di rappresentazione veritiera e corretta, ossia di una rappresentazione che sia conforme al vero e che i valori siano corretti. Perciò, è importante prendere tutte le cautele del caso, effettuare tutte le verifiche affinché i valori che verranno iscritti a bilancio abbiano un significato reale e non fittizio.

Identificare il valore di una attività e la relativa svalutazione non sempre è semplice. Infatti, anche se per le attività che hanno una vita utile definita è facile prevedere la graduale perdita di utilità del bene nel tempo - tanto è vero che è stesso il Codice Civile a prevedere ciò nella fattispecie dell'ammortamento - ci possono essere dei casi in cui è difficile recuperare il valore contabile, a causa di avvenimenti interni ed esterni all'organizzazione che impattano il valore dell'attività, e quindi è necessario operare una nuova valutazione del bene e una eventuale successiva riduzione del valore contabile. Tale fenomeno è ancora più oneroso, incerto e probabile per le immobilizzazioni e le attività in generale che hanno una vita utile indefinita- in tale categoria viene incluso anche l'ammortamento acquisito durante una operazione straordinaria di acquisto o fusione di azienda o di un ramo di azienda- infatti, questa caratteristica delle attività immateriali, che hanno una vita utile indefinita e quindi non hanno un ammortamento a quote costanti, le rende ancora più esposte a rischi di una ipotetica e improvvisa perdita di valore. Quindi l'operazione di stima del valore

recuperabile di una attività presenta non pochi punti di difficoltà.

Perciò, in talune circostanze assume un ruolo cruciale l'impairment test, poiché fornisce delle linee guida che permettono di carpire e verificare se ci sia stata una perdita di valore e che i valori delle immobilizzazioni materiali e immateriali iscritti a bilancio non abbiano subito una svalutazione durevole.

Per rendere tale procedimento di valutazione meno tortuoso e incerto, lo IASB nel 1998 ha delineato all'interno del corpus dei principi contabili IAS/IFRS un principio dedicato a questa fattispecie, lo IAS 36. Il fine ultimo di tale principio, come riportato nel testo dello IAS 36<sup>2</sup>, è quello di assicurarsi che le attività non siano iscritte a un valore superiore rispetto al valore recuperabile. Con tale affermazione si intende che il valore iscritto a bilancio non deve essere superiore al valore che potrebbe essere ottenuto vendendo l'attività o utilizzando la stessa in uno o più processi produttivi. È lo stesso principio contabile che in questo caso prescrive cosa fare:

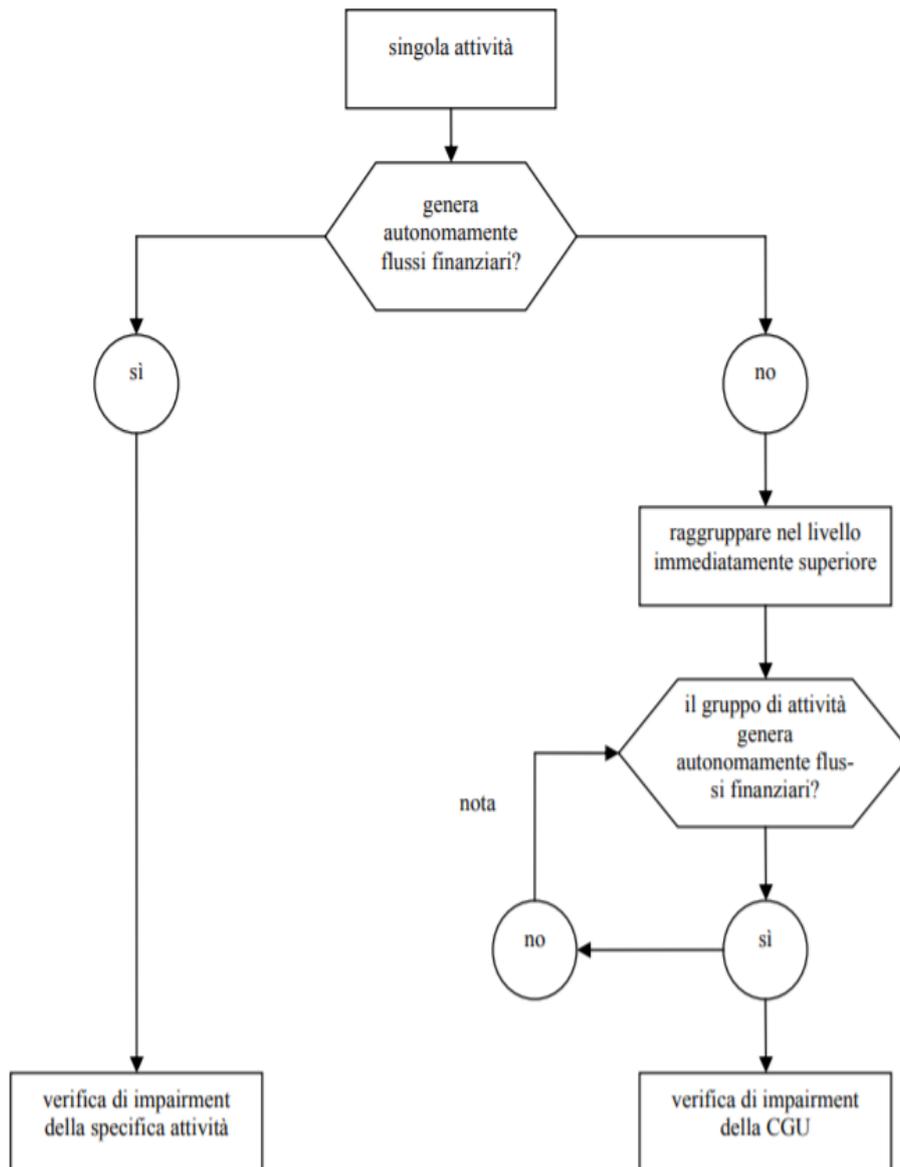
- Il primo passo è quello di identificare quale attività può aver subito una perdita di valore
- Successivamente, bisogna determinare il nuovo valore che andrà a sostituire il vecchio valore. Il nuovo valore iscritto a bilancio sarà il minor valore ottenuto dal confronto tra il *value in use* e il *fair value*.
- Una volta aver valutato l'attività o il bene, bisogna capire se il valore del bene è "Stand-alone" o necessità di altre attività per avere un valore. Nel secondo caso bisogna prima individuare e/o configurare una "Cash-Generating Unit" (CGU), che sarà un livello intermedio tra il complesso aziendale e il singolo bene
- Infine, bisogna rilevare contabilmente la perdita di valore, sia sotto l'aspetto patrimoniale che quello economico. Nel caso di valore stand-alone si procederà alla riduzione del valore del singolo bene, nel caso il bene o l'attività ha valore se inserita in una CGU bisognerà ridurre prima il valore dell'avviamento e successivamente il valore dei singoli beni<sup>3</sup>.

Di seguito una rappresentazione grafica del processo valutativo:

---

<sup>2</sup> International Accounting Standards Board, n.36, par.1

<sup>3</sup> COMMISSIONE PER I PRINCIPI CONTABILI, *Guida all'applicazione dell'Impairment test dello Ias 36*.



*Fonte: Impairment e Avviamento, OIC- Organismo Italiano di Contabilità*

## 1.2 Ratio del principio

Nel paragrafo precedente è stato spiegato per linee generali il concetto di impairment test, la sua funzione e le modalità di applicazione. Abbiamo ampiamente sottolineato come il fine ultimo sia quello di evitare che a bilancio siano iscritte informazioni non veritiere, fuorvianti e che svuotino di significato il bilancio. Però, è stato anche sottolineato come su tale tematica ci sia un acceso dibattito internazionale tra gli studiosi delle scienze economico-aziendali. Tuttavia, per capire il perché di tale

dibattito dobbiamo prima analizzare il ruolo che ha il bilancio.

Come anche sottolineato nel *Framework* dello IAS, i principi internazionali hanno lo scopo di ridurre l'asimmetria informativa presente tra operatori interni all'azienda (Manager e proprietà) e il mercato attraverso le informazioni contenute nel bilancio. Infatti, il bilancio oltre ad essere il documento con cui gli azionisti controllano il risultato di esercizio e la performance dell'azienda, viene ad essere anche lo strumento che utilizzano i diversi portatori di interesse per formulare delle decisioni di natura economica sull'azienda.

Diverso invece è la ratio dietro al bilancio nazionale, bilancio pervaso dal concetto di prudenza e limitato di significato dal concetto di rappresentazione veritiera e corretta espresso nell'Art.2423 del Codice Civile. Quindi mentre in ambito internazionale il bilancio è uno strumento di informazione, viceversa in ambito nazionale è uno strumento di controllo.

Bisogna però precisare che anche in ambito internazionale esiste il concetto di prudenza, ma esiste una importantissima differenza sostanziale che influenza inevitabilmente la stesura del bilancio. Infatti, mentre nel bilancio nazionale la prudenza si esprime operativamente con l'idea di inscrivere a bilancio potenziali perdite future e non iscrivere utili che sono stati conseguiti ma non realizzati, nel bilancio internazionale la prudenza si esprime come la cautela che deve essere utilizzata degli operatori che redigono il bilancio nel valutare le stime. La differenza è data dal fatto che in ambito internazionale la prudenza è un comportamento, una modalità di approccio alla valutazione, in ambito nazionale la prudenza è un precetto. Questi due concetti di prudenza sono i motivi alla base dell'impairment test, le idee alla base sono diverse, ma il metodo per applicarle è lo stesso, anche se non mancano delle differenze in fase applicativa tra i due principi.

### **1.3 I principi nazionali e internazionali relativi all'impairment test**

La disciplina relativa all'impairment test è sempre a centro di un importante dibattito e studio con lo scopo di rendere tale test sempre più efficiente ed efficace. Tuttavia, ci sono delle importanti divergenze teoriche sulla materia tra i principi emanati dall' "Organismo Italiano di Contabilità" (OIC) e quelli emanati dall' "International Accounting Standards Board" (IASB).

Innanzitutto, bisogna chiarire i soggetti che devono e quelli che invece possono scegliere di applicare o meno, o addirittura coloro che sono esclusi dalla applicazione dei

principi contabili internazionali (IAS/IFRS).

Come prescritto dal secondo Comma del D.lgs 38/05<sup>4</sup>, le società soggette all'applicazione dei principi internazionali sono:

- Le società che emettono strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati dell'Unione Europea (società quotate), o società che non sono quotate, ma emettono comunque altri tipi di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico (es. obbligazioni),
- Società che svolgono determinate attività, come banche e intermediari finanziari soggetti a vigilanza,
- Le società assicurative quotate, sono escluse le società assicurative non quotate salvo se non emettono il bilancio consolidato, in quel caso sono soggette ai principi internazionali.

Tutte le altre società italiane possono decidere di scegliere tra i due principi. Tuttavia, la scelta delle due discipline deve essere continuativa. Infatti, non è possibile cambiare principi di valutazione ogni anno, salvo in alcuni casi, ciò al fine di evitare possibili usi fraudolenti dei principi e permettere la confrontabilità dei bilanci.

Hanno invece la facoltà di scelta se redigere il bilancio secondo i principi IAS/IFRS o secondo i principi nazionali OIC, come descritto dalla lettera f) del comma 1 dell'Art.25 della legge n.306 del 31 Ottobre 2003<sup>5</sup>, tutte le società non quotate che però non redigono il bilancio in forma abbreviata. Rimangono escluse da questa fattispecie le società che redigono il bilancio in forma abbreviata per le quali vige l'obbligo di utilizzo dei principi OIC.

#### **1.4 Vantaggi e svantaggi dell'impairment test**

Fino ad ora sono stati sottolineati in linea generale i vantaggi dell'applicazione dell'impairment test (o comunque della corretta valutazione delle voci in bilancio) relativi alla riduzione dell'asimmetria informativa tra gli agenti interni ed esterni all'impresa, ma il punto è capire se migliorando la qualità dell'informazione verso l'esterno e il livello di *disclosure* si possono avere degli effetti positivi anche in termini

---

<sup>4</sup> Decreto Legislativo 28 febbraio 2005, n. 38; "Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 21 marzo 2005

<sup>5</sup> Legge 31 ottobre 2003, n. 306; "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2003"; pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 266 del 15 novembre 2003 - Supplemento Ordinario n. 173

economici.

L'asimmetria informativa in molte situazioni mina e compromette l'efficiente svolgimento delle operazioni di mercato e delle scelte degli operatori. Il problema non è sorto di recente, basti pensare che già nel 1970 Akerlof con un esempio semplice mostrò efficacemente gli effetti incredibili dell'asimmetria informativa sul mercato e sul corretto svolgimento di essi, arrivando a sottolineare come l'asimmetria informativa generi costi di inefficienza per gli operatori. Dal lavoro di Akerlof emerge come per i compratori, o più in generale gli investitori, è necessaria la riduzione dell'informazione asimmetrica per permettergli di poter comprare e/o investire sul mercato.

Ci sono stati nel corso degli ultimi anni numerosi studi che hanno sottolineato come la riduzione della asimmetria informativa, la corretta e affidabile rappresentazione di valori iscritti a bilancio e soprattutto la presenza di un principio ad hoc che impone in certi casi di verificare il valore di una attività, hanno dato non pochi benefici economici alle aziende.

In primis è possibile sottolineare come l'impairment test è un segnale dell'affidabilità e della veridicità dei valori iscritti a bilancio (un parallelo è possibile farlo con il certificato di garanzia delle macchine "buone" nel modello di Akerlof). Il segnale che viene dato al mercato è importante perché rende l'informazione sempre più sicura e affidabile, e permette agli analisti di mercato di effettuare giudizi sulle aziende sempre più precisi e veritieri. Inoltre, tale segnale di "garanzia" del valore iscritto a bilancio è un segnale che viene recepito in maniera positiva dagli investitori i quali saranno sicuramente più fiduciosi e sicuri nella valutazione dello stato di salute, e ciò porta a un aumento della propensione all'investimento.

Il vantaggio più importante però può essere correlato alla riduzione del costo del capitale per le imprese. Infatti, in diversi studi è stato analizzato come l'adozione dei principi IAS/IFRS comporta importanti benefici sotto l'aspetto della riduzione del costo del capitale e l'aumento della liquidità di mercato. Questo vantaggio è stato confermato anche da Siqi Li nel suo studio<sup>6</sup>, dove ha sottolineato come l'applicazione dei principi IAS/IFRS e comunque la volontà di ridurre l'asimmetria informativa attraverso questi principi porta a una riduzione del costo del capitale per le imprese. Questa conclusione è un importante spunto per questo elaborato, perché permette di

---

<sup>6</sup> *Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?*; Siqi Li, Santa Clara University (2010)

sottolineare l'importanza che l'impairment test e la corretta stima del valore delle attività possono sia sulle imprese stesse che sulle scelte degli investitori. Questi importanti vantaggi hanno ripercussione sia sulla redditività delle imprese che sulla efficienza dei mercati azionari. Per le imprese questi vantaggi si traducono in un importante miglioramento in termini di redditività del capitale investito e in un aumento del valore aggiunto e della ricchezza generata ogni anno sia per gli shareholders che per i dipendenti e l'ambiente esterno.

Aumenta l'efficienza e la liquidità del mercato. Infatti, le risorse sul mercato verranno destinate alle imprese che in prospettiva hanno una capacità migliore di generare valore, sulla base delle attività e beni presente a bilancio, rispetto magari ad imprese che hanno subito un impoverimento degli asset aziendali ed è stata minata la loro capacità di generare valore nel tempo. In tutto ciò il mercato diventa un pochino più sicuro e aumenta la fiducia degli investitori, portando ad un aumento della liquidità di mercato a prezzi basati su informazioni veritiere.

Tuttavia, è da chiarire che l'impairment test e la rappresentazione prudente e corretta non è la soluzione a tutti i mali e all'inefficienza del mercato, ma voglio sottolineare come una riduzione dell'asimmetria informativa e l'aumento della qualità informativa può portare anche a piccoli benefici per i principali attori economici (aziende, mercato e investitori).

#### **1.4.1 L'impatto dell'impairment test sulle decisioni aziendali**

Fino ad ora è stato sottolineato come l'impairment test sia uno strumento che permette di migliorare la disclosure e la comunicazione verso l'esterno e può influenzare le scelte degli operatori esterni. Tuttavia, l'impairment test, se condotto in un determinato modo, può essere uno strumento che può fornire informazioni di vitale importanza anche ai soggetti interni all'impresa e in particolare al management. Infatti, attraverso l'impairment test andiamo ad analizzare quale sarà la capacità di un asset o di una cash generating units di generare dei flussi di cassa futuri e se tali flussi di cassa andranno a remunerare tutti i fattori della produzione e che tasso di redditività avranno. Questa analisi può essere trasformata oltre che in un sistema di controllo, anche in uno strumento che permette al management di valutare la profittabilità degli investimenti. Tale punto di vista permette di sottolineare come l'impairment test non sia solo uno strumento in uso solo alle risorse o alla funzione aziendale che si occupa della redazione del bilancio, ma si può trasformare in un opportuno strumento di analisi

strategica. Infatti, nel momento in cui si arriva a valutare una CGU o una qualsiasi attività e si opera il confronto tra il valore d'uso o il *fair value* ne deriva una informazione o una serie di informazione che possono essere utilizzate dal management per compiere delle scelte strategiche. Può essere valutata la convenienza di continuare ad utilizzare determinate attività in un processo produttivo o sarebbe più produttivo venderle; magari il test di impairment evidenzia che non sussistono più le condizioni per portare avanti un determinato progetto e sia disinvestire, investendo poi le risorse liberate dalla cessione in progetti più profittevoli. Quindi, l'impairment permette di accertare anche se l'investimento genera adeguati flussi finanziari futuri. Ipotizziamo una situazione in cui alla fine dell'anno contabile in seguito a un impairment test ci si accorge che non è più profittevole investire in una determinata CGU che opera in un determinato mercato, i flussi di cassa attesi futuri sono inferiori alle aspettative e il valore d'uso è diventato inferiore a quello contabile. In questa situazione, il primo effetto è contabile in quanto in sede di bilancio bisognerà operare una riduzione delle poste iscritte a bilancio. Successivamente, il management dopo aver recepito questa informazione si interrogherà se continuare a tenere o no questo asset o disinvestire e destinare le risorse in altri progetti, quindi anche se non in modo esplicito l'informazione generata dall'impairment test e ha una valenza strategica importante, in quanto può aiutare il top management nel prendere decisioni verso il raggiungimento di performance e risultati economici sempre migliori.

L'impatto dell'impairment test non potrebbe influenzare il management solo in termini strategici, ma anche nelle modalità con cui vengono progettati e aggiornati i sistemi e i processi aziendali di controllo e di reporting. Infatti, al fine di reperire le informazioni per poter effettuare un preciso impairment test, le aziende devono avere a disposizione una essenziale struttura di controllo e di reporting che permette di collezionare le informazioni che poi saranno utilizzate nelle procedure di impairment test. L'aspetto più importante è la predisposizione di strumenti che riescano a carpire i cambiamenti interni ed esterni all'azienda che vanno a pregiudicare la capacità di asset aziendale di poter generare ricchezza o flussi finanziari futuri che permettono di remunerare i diversi fattori della produzione. Queste esigenze possono portare a un miglioramento dell'allineamento dei processi organizzativi aziendali con le necessità decisionali. Fino ad ora abbiamo ampiamente sottolineato come l'impairment test sia un mezzo che permette alle aziende di veicolare informazioni verso il mercato. Tuttavia, queste informazioni non possono essere utilizzate solo come meccanismo di controllo sullo

stato di salute dell'impresa, ma dalla chiavi interpretativa fornita in questo paragrafo, le informazioni permettono anche di conoscere le scelte strategiche che il management sta facendo e le direzioni di sviluppo ed investimento che l'azienda sta intraprendendo, tutto ciò sempre nell'ottica di riduzione dell'asimmetria informativa e di congiunzione, riducendo le distanze tra gli investitori e le aziende.

#### **1.4.2 Problematiche relative all'applicazione dell'impairment test**

Fino a questo punto dell'elaborato sono stati sottolineati benefici economici, organizzativi e strategici provenienti nel momento in cui viene effettuato questo controllo contabile. Tuttavia, il meccanismo dell'impairment test, come scopriremo più avanti nel corso dell'elaborato, è abbastanza oneroso e non così facile da applicare. Nel campione di studio in questo elaborato le aziende sono tutte grandissime aziende, sono le prime 600 aziende quotate che sono quotate nei mercati europei. Queste aziende hanno una struttura organizzativa, dei processi e delle procedure soprattutto di controllo e reporting molto sviluppato e ciò permette con una facilità maggiore rispetto ad altre aziende di riuscire a reperire i dati per effettuare il test. Tuttavia, il mercato non è popolato solo da grandi entità con una determinata struttura organizzativa dove ruoli e procedure sono ben collaudati. Basti pensare al mercato italiano, dove la molte delle imprese che sono soggette alla disciplina dell'impairment test sono delle imprese a gestione familiare, dove una struttura di reporting e controllo non molto sviluppata anzi talvolta è del tutto assente. In queste realtà i dati non sono facilmente reperibili, e tante volte non sono presenti all'interno delle imprese persone che abbiano le capacità tecniche per effettuare questo tipo di operazione. Il rischio che si corre in queste realtà è quello di fare un passo indietro sotto l'aspetto della qualità dell'informazione. Tuttavia, la valutazione del fair value di una attività o CGU non è tanto dispendiosa, salvo i casi in cui la CGU è talmente grande da rappresentare il ramo d'azienda o i casi in cui non esiste un mercato di riferimento che permette di conoscere facilmente il valore del bene. A essere dispendiosa, sotto certi aspetti è la valutazione del *value in use*. Infatti, in la valutazione dei flussi di cassa attesi futuri, la stima degli elementi del costo del capitale e del tasso di attualizzazione, la stima del tasso di crescita o del flusso di cassa normalizzato per il calcolo del valore terminale non sempre è facile. Attenzione, non si sta parlando di una stima puntuale del flusso di cassa, ma si sta cercando di sottolineare come l'opportunità di errore e quindi la compromessa qualità dell'informazione è dietro l'angolo in imprese più piccole.

Altra criticità oltre la complessità è relativa alla discrezionalità del test. Infatti, sia il principio nazionale che i principi internazionali lasciano molta discrezionalità al management o chicchessia in merito alle scelte al momento della valutazione. Tale spazio di libertà può essere utilizzato per mettere in atto manovre fraudolente che possono minare la qualità del test e la qualità dell'informazione veicolata con il test. Per esempio i manager di aziende in difficoltà economiche possono annacquare il capitale in modo tale da nascondere una situazione di sofferenza.

Altro tema che non viene disciplinato in maniera puntuale è il concetto di identificazione della CGU poiché, in alcuni casi indetificare il giusto livello della CGU per rilevare in tempo una perdita durevole di valore può diventare complicato. Un altro aspetto di criticità è relativo alla valutazione del value in use. Infatti, essendo un valore che è frutto di una operazione matematica ma con tante ipotesi nella fase di calcolo, il valore finale potrebbe in primis non riflettere con accuratezza il valore del bene, ma soprattutto può essere influenzato dalle scelte effettuate in merito alle ipotesi di lungo periodo (tasso di crescita, flusso di cassa normalizzato, ecc.) e dalle scelte relative al tasso di attualizzazione. In questo caso, piccole variazioni relative alle componenti del calcolo (risk-free, risk premium, beta, ecc.) possono far variare di molto il valore finale del fair value.

Infatti, l'obiettivo di tale elaborato è quello di analizzare le scelte che compiono le imprese al momento di svolgere la valutazione delle attività e delle CGU aziendali delle 600 imprese più importanti del mercato europeo quotate nell'indice EuroStoxx 600, al fine di portare alla luce correlazioni interessanti.

### **1.5 Ambito di applicazione della disciplina.**

Il principio contabile dell'impairment test non si applica a tutte le attività aziendali. Come riportato nel paragrafo 2 del principio IAS 36 emanato dallo IASB, lo IAS 36 si applica a tutte le attività eccetto<sup>7</sup>:

- rimanenze (cfr. IAS 2 Rimanenze);
- attività derivanti da contratto e attività derivanti dai costi sostenuti per l'ottenimento o l'esecuzione del contratto rilevate conformemente all'IFRS 15 Ricavi provenienti da contratti con i clienti;
- attività fiscali differite (cfr. IAS 12 Imposte sul reddito);

---

<sup>7</sup> IAS n.36 - IASB - Principio contabile internazionale (IAS).

- attività derivanti da benefici per i dipendenti (cfr. IAS 19 Benefici per i dipendenti);
- attività finanziarie che rientrano nell'ambito di applicazione dell'IFRS 9 Strumenti finanziari;
- investimenti immobiliari che sono valutati al fair value (valore equo) (cfr. IAS 40 Investimenti immobiliari);
- le attività biologiche connesse all'attività agricola che rientrano nell'ambito di applicazione dello IAS 41 Agricoltura e sono valutate al fair value (valore equo) al netto dei costi di dismissione;
- costi di acquisizione differiti e attività immateriali derivanti dai diritti contrattuali dell'assicuratore in contratti assicurativi che rientrano nell'ambito dell'IFRS 4 Contratti assicurativi; e
- attività non correnti (o gruppi in dismissione) classificate come possedute per la vendita in conformità all'IFRS 5 Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate.

Riassumendo quando dettato dal principio contabile sono oggetto di impairment test terreni, costruzioni, macchinari e impianti, lavori in economia, asset intangibili, avviamento e cash generating units. Sono invece escluse dalla fattispecie dell'impairment test le attività quali le rimanenze, i lavori su commessa (in questo caso si riferisce a commesse di breve termine, più precisamente a attività su ordinazione), attività possedute al fine di essere vendute ossia le attività acquistate come investimento e non soggette a diventare asset stabili della società. Sono escluse tutte le attività che in un modo o nell'altro sono destinate ad essere un beneficio per i dipendenti (alloggi, case destinate ai dipendenti) e le attività fiscali differite.

Per essere più precisi le attività a cui sia applica il principio IAS 36 sono:

- Le partecipazioni e tutte le attività finanziari controllate, collegate e relative alle joint venture, ossia tutte quelle attività che hanno valore di investimento e non soggette a compravendita ai fini speculativi;
- Tutte le attività materiali e immateriali, quali immobilizzazioni, impianti e macchinari,
- Attività immateriali come l'avviamento acquisito in una operazione di fusione, acquisizione; e
- Le attività specificate nello IAS 40, ossia gli investimenti immobiliari.

In questo elenco non è presente uno specifico riferimento alle Cash Generating unit (CGU), ma alcune attività singolarmente non possono essere valutate singolarmente. Essendo più precisi, ci sono alcune attività che hanno valore solo se utilizzate insieme ad altre attività e quindi per riuscire a identificare il reale valore di una attività bisogna valutare il più piccolo aggregato in cui l'attività è inserita. Il concetto di piccolo aggregato è definito Cash Generating Units.

Lo IAS 36 oltre a specificare quali sono le attività soggette ad impairment test, specifica anche quali sono i segnali, gli eventi di fonte interna o esterna che possono annunciare una perdita durevole di valore di una attività o un gruppo di esse.

### **1.6 Sintomi di una perdita durevole di valore da parte di una attività**

Dopo aver elencato e specificato quali sono le attività soggette ad impairment, il principio elenca quali sono i segnali che possono preannunciare una svalutazione di una attività. Infatti, le attività non devono essere obbligatoriamente valutate ogni anno, ma solo quando vi siano delle indicazioni di riduzione di valore. Fanno eccezione le attività immateriali con vita utile indefinita o che non sono ancora disponibili all'uso e l'avviamento acquisito in una operazione di acquisizione o fusione, per queste attività è obbligatorio l'impairment annuale. Tuttavia, non vi è l'obbligo di valutazione alla fine dell'anno, la valutazione può avvenire durante tutto l'arco dell'esercizio, a condizione che però avvenga nello stesso momento ogni anno<sup>8</sup>. Queste due eccezioni sono giustificate dalla natura complessa delle due attività. L'avviamento è un concetto astratto, che facilmente può subire cambi improvvisi di valore e quindi è giustificato l'obbligo di verifica annuale, così le attività non ancora disponibili all'uso, che sono degli assets soggetti a possibilità maggiore di svalutazione e la capacità di generare flussi di cassa futuri è ancora più aleatoria, perciò è istituito l'obbligo di impairment annuale.

Gli indicatori di una potenziale perdita vengono divisi in “fonti informative di natura esterna” e “fonti informative di natura interna”. Le fonti di natura interna sono:

- una improvvisa accelerazione del fenomeno dell'obsolescenza tecnologica o tecnica che compromette la capacità di utilizzo del bene e la capacità dell'attività di generare flussi di cassa,

---

<sup>8</sup> Lettera a e b, paragrafo 10, principio IAS 36.

- ci sono stati nell'esercizio dei cambiamenti importanti che hanno compromesso l'utilizzo presente e futuro del bene. In questa fattispecie ricadono principalmente i cambiamenti dovuti a scelte strategiche come cambio di destinazione dell'uso di un prodotto, oppure è stato avviato un piano di dismissione di uso della CGU in cui era inserita l'attività, l'azienda decide di dismettere prima del previsto il bene, o è stato avviato un piano completo di ristrutturazione aziendale o semplicemente un bene che fosse stimato avere una vita utile indefinita ora ha una vita utile finita. Tutte queste fattispecie portano a una nuova determinazione della vita utile del bene e a cambiamenti nella sua capacità di generare flussi di cassa, quindi si rende necessario un impairment test per determinare il nuovo valore;
- è emerso durante la costante attività di controllo che l'andamento economico (i flussi di cassa attesi) sono peggiori di quanto è stato previsto. Questa è una situazione più facile da prevedere rispetto alle precedenti in quanto le aziende quasi quotidianamente monitorano le prestazioni e i flussi di cassa in entrata di un determinato progetto. In questa fattispecie rientrano una molteplicità di casi:
  - a) i flussi di cassa attesi sono nettamente inferiori a quelli stimati e ciò compromette il recupero dell'investimento e il valore recuperabile del bene,
  - b) il bene è stato sfruttato in maniera superiore rispetto a quella stimata e le relative spese di gestione e gli investimenti per mantenere costante la capacità produttiva sono aumentate in maniera eccessiva,
  - c) i flussi di cassa attesi sono precipitati così tanto da essere diventati negativi compromettendo il valore del bene o della CGU in cui il bene è inserito,

Oltre le fonti di natura interna sono legate principalmente alla capacità del bene di generare flussi di cassa all'interno di un organizzazione. Tale valore è correlato all'impiego strategico del bene all'interno dell'contesto aziendale. Oltre tale fattispecie, esistono anche le fonti informative di natura esterna, e sono:

- ci sono segnali chiarissimi che il valore di mercato del bene è diminuito più di quello che si prevedeva con il passare del tempo. Quindi, il valore recuperabile del bene per una serie di ragioni sarà inferiore al valore contabile del bene decurtato già dell'ammortamento stimato.
- segnali che preavvisano cambiamenti importanti nel contesto tecnologico, normativo, concorrenziale ed economico nel quale una CGU opera o l'attività è dedicata.

- cambiamenti nel sistema finanziario che possono compromettere il valore flussi di cassa futuri che l'attività genera. Questa fattispecie riguarda il caso in cui i tassi di interesse di mercato sono aumenti e di conseguenza il valore d'uso dell'attività viene compromesso. Infatti, i tassi di interesse portano ad un aumento del costo del debito, quindi un conseguenziale aumento del tasso di attualizzazione che va a ridurre il valore attuale dei flussi di cassa, e di conseguenza si riduce il valore d'uso del bene. Quindi, in questi casi è opportuno e necessario fare l'impairment test per capire se il nuovo valore d'uso è sceso sotto il valore contabile;
- Altro segnale importante è il caso in cui il valore dell'attivo netto contabile della CGU è superiore rispetto alla sua capitalizzazione di mercato. È il caso in cui il valore contabile delle attività di una CGU o di una azienda è superiore alla capitalizzazione di mercato della stessa CGU o dell'azienda. È il caso di una azienda quotata che ha un attivo netto contabile di due milioni, ma ha una capitalizzazione di mercato (valore delle azioni per numero di azioni) di un milione. In questo caso i due valori sono discordi e quindi è necessario rivalutare il bene sotto l'aspetto contabile e nel caso operare una riduzione.

Esistono altri segnali che possono preannunciare una perdita di valore, ma sono relativi alle partecipazioni in controllate, collegate e joint venture, e sono:

- il valore contabile della partecipazione nel bilancio separato supera i valori contabili nel bilancio consolidato dell'attivo netto della partecipata, incluso il relativo avviamento;
- il dividendo supera il totale conto economico complessivo della controllata, della joint venture o della società collegata nell'esercizio in cui lo si dichiara<sup>9</sup>.

I diversi casi di fonte interna ed esterna esposti precedentemente rappresentano delle macro-classi di fenomeni che oggi giorno possono minare il valore dell'attività. Questo elenco aiuta e non poco a capire quali possono essere i momenti chiave che possono incidere sulle sorti di una azienda, ma il punto importante è capire la necessità di effettuare una analisi di sensibilità oltre che un impairment test, per meglio riuscire ad anticipare quali avvenimenti principalmente possono impattare in maniera durevole su determinate attività e i potenziali effetti. L'impairment test

---

<sup>9</sup> I e II voce della lettera h, paragrafo 12 del Principio dello IAS 36.

è sicuramente un mezzo utile ed importante, ma per incrementare la sua efficacia deve essere affiancato da un adeguato strumento di monitoraggio e controllo aziendale. Infatti, a primo sguardo è possibile capire che non sono esaustivi e non troppo dettagliati, lasciando largo spazio alla discrezionalità di interpretazione al management, anche se comunque rappresentano un ottimo punto di partenza per la disciplina. Il problema cruciale però consiste nel fatto che nel principio internazionale vengono presi in esame solo le fattispecie che in maniera diretta impattano il valore di un bene, ma ci sono tante fattispecie che in maniera indiretta possono produrre effetti negativi sul valore dell'impresa come per esempio problemi organizzativi e di leadership che non consentono di sfruttare l'attività a pieno o come pianificato. Con ciò non si vuole esprimere un giudizio sulla completezza dei casi esposti nello IAS ma si vuole sottolineare quanto sia importante monitorare e controllare il mondo esterno, perché nel mondo moderno anche un fenomeno trascurabile può provocare variazioni durevoli nel valore di un bene. Tuttavia, però non sempre il verificarsi di questi segnali deve comportare una successiva perdita di valore. La ratio di tale elenco è quello di descrivere dei fenomeni che danno il segnale al management che qualcosa nel mondo esterno sta cambiando e devono fare attenzione al valore delle loro attività. Però, nel caso in cui si accerta che questi avvenimenti non intaccano il valore del bene o che il valore stimato in precedenza sia di gran lunga maggiore rispetto a quello in bilancio il management può anche decidere di non effettuare il test. Infatti, il test deve essere effettuato solo nel caso in cui si presume che tali accadimenti hanno mutato durevolmente il valore del bene. Tuttavia, come vedremo in seguito ci sono delle fattispecie in cui è obbligatorio effettuare il test, anche se tali segnali descritti in precedenza non si sono verificati.

Punto cruciale è capire però l'esercizio di "competenza" di tale segnale, ossia l'esercizio in cui bisogna rilevare la perdita. Infatti, l'analisi sul valore delle voci di bilancio è consuetudine farla prima della fine dell'esercizio in prossimità della redazione del bilancio, però il punto è capire se gli eventi accaduti dopo la redazione del bilancio devono essere considerati o no. In questo caso viene data la possibilità di poter prendere in considerazione tali segnali-eventi entro il termine dell'approvazione del bilancio, e quindi entro quel termine è possibile rettificare il valore a bilancio.

Dopo aver percepito questi segnali e capito che la portata degli eventi è tale da

poter ridurre il valore dell'attività è necessario compiere la stima del valore recuperabile del bene al fine di confrontarlo con il valore iscritto a bilancio e rilevare eventuali cambiamenti.

## **CAPITOLO II: *Il calcolo del valore recuperabile***

### **2.1 Aspetti Generali**

L'impairment test ha come obiettivo principale quello di evitare che le immobilizzazioni siano iscritte ad un valore contabile superiore rispetto al valore recuperabile. In tale dinamica acquista un ruolo importante il concetto di valore recuperabile e le relative metodologie di calcolo. Il valore recuperabile è il maggior valore tra il fair value a netto dei costi di vendita e il value in use. Entrambi i valori rispondono al concetto di “*decision usefulness approach*”. Tale concetto è richiamato nel Framework dello IASB e rispecchia l'idea che le informazioni fornite nel bilancio, che è compilato seguendo i principi dello IAS, sono utilizzati dagli investitori per compiere delle scelte, e quindi tali informazioni devono esprimere la *cash generating capability*, ossia la capacità dell'impresa di riuscire a generare un flusso di cassa. Infatti, entrambi i valori soddisfano questi requisiti poiché entrambi i valori esprimono, con un orientamento al mercato, la capacità delle attività di generare liquidità o in una vendita o attraverso i flussi di cassa che l'utilizzo di tale attività potrà generare. In base a quanto detto precedentemente si avrà una perdita di valore solo nel caso in cui i valori del fair value e del value in use sono inferiori rispetto al valore contabile. Tuttavia, ci possono essere delle particolarità che permettono di compiere l'impairment test solo con l'utilizzo di solo uno dei due valori. Ciò accade per le immobilizzazioni immateriali quando uno dei due valori tra il value in use e il fair value è già superiore al valore recuperabile, o quando uno il value in use è stimato essere nello stesso ordine di grandezza del fair value e quest'ultimo può essere stimato in maniera verosimile. Queste ipotesi riguardano le attività o i beni che possono essere scambiati con una certa facilità nei mercati. Invece, le attività immateriali non necessitano di essere valutate nel caso in cui ricorrono tutte e tre le seguenti condizioni:

- il bene che si presume aver subito una perdita è inserito in una CGU che ha un valore abbastanza stabile e il variare del valore di un singolo bene non influenza eccessivamente il valore della CG,
- nella precedente valutazione è emerso che il valore recuperabile era ben al disotto dei valori di impairment e quindi non c'è un margine adeguato per attutire eventuali cambiamenti,

- quando è facilmente deducibile che il valore recuperabile emerso nell'ultimo test di impairment difficilmente possa essere intaccato dagli avvenimenti verificatisi nell'esercizio<sup>10</sup>.

In tutti gli altri casi non elencati sopra è necessario svolgere l'impairment test e quindi procedere al calcolo del *fair value e del value in use*.

### 2.1.1 Calcolo del fair value

Il termine *fair value* in italiano significa valore di mercato. Infatti, il fair value di una attività, di un bene o di una CGU corrisponde al valore di mercato dello stesso al netto dei costi relativi alla vendita. Infatti, a questo valore di mercato devono essere sottratte le spese di vendita e/o di dismissione, ossia i costi di trovare un acquirente, i costi di condurre una trattativa e i costi relativi alla formalizzazione della vendita. Esempi di tali costi possono essere i costi di pubblicare una inserzione o i costi di intermediazione, i costi notarili e/o di consulenti esterni che assistono il venditore nell'operazione, i costi di dismissione e trasporto del bene, eventuali imposte fiscali e così via. Tuttavia, determinare il prezzo di mercato non è sempre facile e quindi esistono diversi metodi per il calcolo di tale valore.

Secondo il principio dello IASB il primo metodo da considerare è il valore stabilito “...in un accordo vincolante di vendita tra controparti indipendenti al netto dei costi marginali che sarebbero direttamente attribuibili alla dismissione del bene”.

Il motivo consiste nel fatto che questo tipo di valore è un valore “pulito”, ma è difficile trovare una transazione che abbia caratteristiche o soprattutto che l'oggetto della transazione abbia le medesime caratteristiche tecniche e soprattutto le stesse condizioni di usura del bene oggetto di valutazione. Nel caso sia comunque possibile stimare il valore in una transazione che abbia le caratteristiche descritte sopra, si può stimare il valore dell'attività facendo riferimento al prezzo in cui viene scambiata in un mercato attivo. Tuttavia, anche in questo caso il valore del mercato può essere influenzato da molteplici variabili che non certo rassicurano e permettono una reale valutazione del bene. Infatti, nel momento della transazione una serie di fattori contingenti e soggettivi potrebbero entrare in gioco e alterare il valore a cui un bene viene scambiato. Oppure ci può essere il caso in cui beni siano altamente personalizzati o i mercati

---

<sup>10</sup> Osservazioni presenti nella Guida all'applicazione dell'impairment test della Commissione per i Principi Contabili, Febbraio 2006.

sono poco attivi (con un numero di transazioni non rilevante) e quindi diviene difficile stimare un prezzo delle transazioni che permette di calcolare con una certa realtà il valore dell'attività, o perché il mercato ha una eccessiva volatilità dovuta a situazioni estemporanee.

Nell'ulteriore possibilità che non esista un mercato attivo per il bene, si può fare riferimento al valore in cui il bene può essere scambiata tra parti consapevoli e libere al netto dei costi di vendita. In questo caso si ricorre a tecniche di valutazione aziendale come i multipli di mercato, il metodo finanziario o reddituale ed EVA.

Tuttavia, bisogna fare una distinzione tra questo ultimo caso e i casi precedenti. Infatti, mentre i primi due casi il valore veniva preso integralmente da fonti esterne, risentendo in maniera limitate delle scelte e stime del valutatore. Ciò comporta che il valore era "pulito", ossia non veniva influenzato solo dalle dinamiche del mondo esterno e del mercato, lasciando pochissimo spazio di discrezionalità in sede di valutazione. A differenza dell'ultimo caso, dove in sede di valutazione si può avere molta più discrezionalità e il valore è frutto può essere maggiormente influenzato da dinamiche interne. Con ciò non si vuole sottolineare che il valore che viene calcolato con l'ultima metodologia non sia veritiero, ma si vuole anticipare come quel valore tenderà ad essere molto simile al valore che verrà valutato con il metodo del *value in use*, non ha caso nei principi contabili è stata prevista la fattispecie che se il *fair value* meno i costi di vendita è difficile da stimare o è prossimo al *Value in use*, e quest'ultimo può essere calcolato in maniera verosimile, si può anche far a meno di stimare il *fair value* e condurre l'impairment test solo con l'ausilio del *value in use*.

### **2.1.2 Calcolo value in use**

Il secondo valore che serve per il calcolo dell'impairment test è il value in use. Tale valore è espressione della sommatoria attualizzata dei flussi di cassa futuri che si prevedono che una attività, un bene o una CGU può generare nel corso del tempo attraverso il suo utilizzo. Tuttavia, già dalla formulazione del concetto di value in use si percepisce il grado di incertezza che caratterizza questo valore. Infatti, nel processo di determinazione di tale valore, il valutatore si trova a dover compiere una serie di stime che in un modo o nell'altro influenzano il risultato finale.

Dall'analisi effettuata, si evince come il metodo principale utilizzato per la determinazione del value in use è il DCF (*Discounted Cash Flow*). L'applicazione del metodo di per sé non è difficile, difficile è la stima in maniera puntuale dei fattori della formula, in quanto ogni fattore è figlio di decisioni e di analisi che devono incorporare diversi aspetti aziendali e macroeconomici. Il metodo costa di due elementi principali, il periodo esplicito, ossia un periodo dove è possibile stimare anno per anno il valore dei flussi di cassa, e un periodo terminale (*Terminal Value*) per il quale non si può determinare il flusso di cassa in maniera terminale, e va dall'ultimo periodo esplicito fino al n-esimo periodo.

Innanzitutto, il primo grado di difficoltà consiste nel riuscire a stimare i flussi di cassa del periodo esplicito con una certa sicurezza in quanto tali flussi devono essere coerenti e devono tener presente sia dei risultati passati che rispettare le stime e le aspettative future di mercato.

Altro elemento da stimare è il tasso di attualizzazione. Questo fattore deve racchiudere in sé diversi aspetti sia aziendali che macroeconomici. Infatti, deve tenere presente il valore temporale del denaro e il livello di inflazione presente nel mercato, deve racchiudere i rischi specifici legati al settore e al mercato in cui l'impresa opera. Stimare con maggiore precisione possibile il tasso di attualizzazione è importante in quanto rappresenta uno dei fattori centrali della formula, e ogni una piccola variazione dello stesso può cambiare di molto il risultato.

Ultimo elemento chiave è il *Terminal Value*, tale fattore rappresenta la sommatoria dei flussi di cassa che genererà l'asset nel periodo indefinito. Anche in tale periodo entrano in gioco una serie di determinanti e di elementi precedente stimati dal valutatore che impattano in maniera importante il valore finale.

Da questa analisi preliminare ci si può facilmente accorgere delle particolarità di questo processo di valutativo, e come soprattutto l'intero processo non è assolutamente oggettivo, ma ci sono una serie di stime e assunzioni da fare che possono portare a diversi risultati. Tuttavia, con tale osservazione non si vuole esprimere un giudizio di merito, ma si vuole sottolineare l'importanza di analizzare le scelte che vengono fatte in sede di valutazione in modo da capire le determinanti di tali scelte.

## 2.2 Differenze nella stima del valore recuperabile per singole attività o per aggregati delle stesse.

Fino ad ora abbiamo più volte sottolineato come l'impairment test viene svolto su una attività o un bene che è in possesso della società. Tuttavia, ci sono delle eccezioni in cui data la natura e le caratteristiche di impiego il bene non può essere valutato singolarmente. Infatti, ci sono dei casi in cui il valore del bene cambia in maniera importante a seconda se il bene utilizzato "stand-alone" o in unione con altri beni. Proprio il principio internazionale ha proposto dei casi in cui il valore del bene deve essere valutato in relazione in altri bene e non singolarmente, e sono:

- Nel caso in cui il valore d'uso del bene è notevolmente diverso rispetto al fair value al netto dei costi di vendita; o
- l'attività singolarmente non idonea a produrre flussi di cassa, ma riesce a produrre flussi di cassa solo se è messa in comunicazione con altri beni.

Posso essere diversi i beni che hanno queste particolari caratteristiche, sia beni materiali che beni immateriali. Questi beni messi insieme rappresentano una unità generatrice di flussi di cassa, altrimenti detta cash generating units (CGU). Tuttavia, calcolare il valore della CGU non è certo facile in quanto entra in gioco una nuova variabile che è l'avviamento. Tale elemento è quel plus valore generato dai beni aziendali in aggregato e quindi per una corretta valutazione è importante gestire tale avviamento e ripartirlo in modo coerente tra le varie CGU aziendali. Infatti, in azienda esistono svariate CGU, e la CGU per antonomasia è l'azienda. La particolarità, come vedremo dettagliatamente più avanti, è quello di riuscire a determinare il livello di CGU più basso, riuscire a stimare i flussi di cassa e attribuirle la giusta quota di avviamento.

Esiste un'altra categoria di beni in azienda per cui è difficile calcolare il valore senza metterli in aggregato con altri beni, è il caso dei "corporate assets". Per *corporate assets* si intendono quegli asset aziendali che generano valore o sono funzionali nel generarlo per l'intera impresa o per diverse unità o CGU. Infatti, questi beni se utilizzati autonomamente non avrebbero la capacità di generare flussi di cassa o comunque non lo farebbero nella misura in cui lo fanno se messi in relazione con altri beni. I *corporate assets* ricevono un trattamento particolare, e dipende a seconda se questi asset possono essere ricondotti o no ad una specifica *cash generating units* che sfrutta questi asset, e successivamente effettuare l'impairment test. Se gli asset centrali possono essere imputati ad una CGU, il loro valore contabile verrebbe sommato a quello della

specifica CGU e si procederebbe normalmente all'impairment test. Viceversa, se sono una frazione di tale asset centrale può essere attribuita con ragionevolezza e coerenza<sup>11</sup> ad una CGU, allora la frazione di valore contabile del bene corporate verrà sommata alla CGU. Invece, se non si può operare questo frazionamento secondo una logica di ragionevolezza e coerenza si procede nel seguente modo: si identifica una specifica CGU senza l'asset centrale e si effettua l'impairment test e si rileva se ci sia o no una perdita di valore, successivamente si identifica la più piccola unità generatrice di flussi di cassa dove è compresa la CGU di prima senza asset e dove è possibile allocare anche l'asset centrale, si somma il valore dell'asset alla nuova CGU e si effettua il confronto per analizzare eventuali perdite di valore<sup>12</sup>.

### **2.3 Il trattamento contabile della riduzione del valore di un singolo bene**

Prima di analizzare come viene trattato a bilancio contabilmente dobbiamo delineare le caratteristiche che deve avere la perdita di valore per avviare il processo dell'impairment test e una successiva riduzione di valore. La prima caratteristica è che la perdita di valore deve avere una accezione di straordinarietà e di gravità. Straordinaria nel senso di non prevedibile, dovuta a fattori esterni ed interni che improvvisamente hanno ridotto il valore dell'attività, o comunque lo hanno ridotto in una misura maggiore di quello preventivato annualmente con l'ammortamento. L'altra caratteristica è che la perdita deve essere significativa, nel senso che compromettere in maniera importante il valore che ha l'attività e la capacità della stessa di produrre flussi di cassa nel tempo. Se ricorrono queste caratteristiche è necessario effettuare un test per capire se tale perdita porta il valore del bene al di sotto del valore iscritto in bilancio e nel caso effettuare una rettifica.

Tuttavia, è necessario fare una piccola differenza tra il concetto di perdita per i principi nazionali e i principi internazionali. Infatti, per i principi nazionali la perdita deve essere durevole ossia deve essere una perdita che in maniera permanente impatta il valore del bene e deve compromettere la capacità dello stesso di generare flussi di cassa nel tempo. Per i principi internazionali la situazione è diversa. Infatti, i principi internazionali non contemplano in maniera diretta il concetto di perdita "durevole di valore", ma è necessario che il nuovo fenomeno impatti il bene generando una perdita economica che impatta il capitale economico dell'azienda. Tuttavia, i due concetti di

---

<sup>11</sup> Paragrafo 77, IAS 36

<sup>12</sup> Guida all'applicazione dell'impairment test dello IAS 36, Commissione per i principi contabili.

valore non sono tanto distanti tra di loro in quanto entrambe le perdite hanno una accezione di durevolezza, arrivano alla stessa conclusione e definizione ma percorrendo due percorsi diversi.

Non sono necessari particolari processi per rilevare la perdita a livello contabile. Nel caso di un bene occorre semplicemente sostituire il valore iscritto in bilancio con il minor valore tra *fair value e value in use*, e inserire la perdita nel conto economico insieme ai costi per ammortamento. Nel caso invece si tratti svalutazione di un bene precedentemente rivalutato con conseguente creazione di una riserva di capitale nel patrimonio netto delle passività, bisogna in primis registrare la perdita riducendo la riserva di valore della riserva, e se non è bastevole, bisogna andare a ridurre il valore del bene per la parte in eccesso.

Come abbiamo visto in precedenza ci sono casi in cui non è possibile determinare il valore di un bene da solo, ma bisogna procedere a stimare il valore della CGU. In questi casi, nel caso in cui sia la CGU a registrare una perdita di valore, bisogna imputare la riduzione prima all'avviamento e successivamente in proporzione tra i valori che fanno parte della CGU. Tuttavia, non è ammessa una sorta di compensazione tra le CGU, quindi se si rileva che il valore di una CGU ha subito una perdita tale perdita deve essere imputata solo alla specifica CGU su cui è stato svolto il test di impairment.

La riduzione di valore di una attività comporta degli effetti importanti tra cui il ricalcolo dell'ammortamento e l'obbligo per gli anni successivi di ripetere l'impairment in sede di bilancio. Infatti, in primis bisogna appunto ricalcolare la quota annuale di ammortamento sulla base del nuovo valore contabile post "riduzione". Tuttavia, la riduzione non impatta sulla vita residuale del bene, ma solo sulla quota di costi che annualmente deve essere imputata a conto economico, e tale quota sarà sicuramente inferiore rispetto a quella pianificata precedentemente alla riduzione di valore.

In secondo luogo abbiamo sottolineato come per alcune attività non è obbligatorio svolgere l'impairment test. Tuttavia, se tali attività nel corso dell'anno hanno subito un impairment test, negli esercizi successivi è necessario ogni anno in sede di bilancio svolgere l'impairment test sull'attività su cui è stata rilevata la perdita di valore con lo scopo di analizzare se la perdita di valore sia aumentata, sia diminuita o si sia azzerata. Nel caso in cui il valore recuperabile è maggiore del valore iscritto a bilancio post riduzione, il valutatore deve operare un ripristino del valore del bene uguale alla

differenza tra il nuovo valore recuperabile e il valore contabile.

#### **2.4 Definizione di Unità Generatrici di flussi di cassa (CGU) e criticità impairment test**

Nel paragrafo precedente abbiamo sottolineato come in alcuni casi non è possibile identificare il valore di un bene “stand-alone” ma è necessario aggregarlo con altri beni al fine di poterne valutare l’esatto valore. Infatti, in alcuni casi il valore del bene cambia enormemente in base alla destinazione d’uso che il valore ha. Tuttavia, non è sempre facile individuare i beni che fanno parte della medesima unità e soprattutto è abbastanza articolato procedere allo svolgimento dell’impairment test per unità.

Il valore contabile di una CGU è dato dalla somma dei valori contabili delle singole attività che compongono la CGU. Però, non tutti i beni devono essere considerati in questa sommatoria. Infatti, devono essere considerati quei beni che direttamente contribuiscono alla formazione di flussi di cassa, escludendo le passività. Tuttavia, esistono due tipologie di passività che devono essere incluse e sono: quelle passività che sono strettamente correlate o strumentali per la formazione di un flusso di cassa e/o quelle passività che sono “a carico del compratore”, ossia quelle passività che il compratore deve necessariamente sopportare nel caso decida di acquistare il bene. Altro punto critico è rappresentato dalle modalità con cui deve essere contabilizzata una perdita o un eventuale ripristino di valore. Naturalmente, si parla di perdita quando a seguito di eventi interni ed esterni il valore recuperabile -anche in questa fattispecie è il minor valore tra il *fair value* e il *value in use*- risulta essere inferiore al valore iscritto a bilancio. Tuttavia, se precedentemente la riduzione di valore veniva fatta direttamente sul bene, per le CGU una eventuale riduzione di valore interessa prima l’avviamento e poi per la parte restante viene divisa proporzionalmente tra i beni che compongono la CGU. Però, il valore contabile dell’attività post “riduzione” per impairment non deve ridursi al disotto del maggior valore tra *fair value* e *value in use* o al di sotto dello zero, non si può inscrivere a bilancio il valore di un bene con il segno meno. Invece, il ripristino non può essere imputato ad avviamento ma deve essere imputato proporzionalmente tra i beni. Tuttavia, come per il caso dei beni singoli, il valore “post ripristino” dei beni di una CGU non deve superare il più piccolo valore tra il valore recuperabile dell’attività e il valore post “riduzione”.

Identificare una CGU non è facile, tra le peculiarità che deve avere una CGU sono

indipendenza “attiva” e la minimizzazione del perimetro della CGU. Indipendenza attiva significa che l’unità autonomamente è capace di generare dei flussi di cassa provenienti da un mercato esterno. Infatti, come si sottolinea nel paragrafo 70 dello IAS 36 *“Se esiste un mercato attivo per il prodotto di un’attività o di un gruppo di attività, tale attività o gruppo di attività deve essere identificato come un’unità generatrice di flussi finanziari, anche se alcuni o tutti i prodotti sono usati internamente.”* e successivamente nel paragrafo 71 *“Anche se parte o tutto il prodotto di un’attività o di un gruppo di attività è usato da altre unità appartenenti all’entità (per esempio, prodotti a uno stadio intermedio del processo di produzione), questa attività o gruppo di attività formano un’unità generatrice di flussi finanziari distinta se l’entità può vendere questo prodotto in un mercato attivo.”*. Quindi, il tratto caratteristico per identificare una CGU è la presenza di un mercato esterno attivo. Tuttavia, nell’identificare queste CGU bisogna essere abbastanza minuziosi e bisogna spingere la segmentazione a livello più piccolo. È vero che la CGU è una unità autonoma che deve produrre il bene per venderlo, ma come riportato dal paragrafo 68 dello IAS che identifica una CGU come *“il più piccolo gruppo di attività”*, ma si evidenzia l’obbligo e la necessità di svolgere un raggruppamento di dettaglio, con logiche di essenzialità, una unità autonoma ma di dettaglio.

In precedenza, abbiamo già delineato gli aspetti salienti della definizione di una CGU quale indipendenza attiva nel generare i flussi di cassa e la presenza di un mercato attivo dove l’azienda tenta di vendere i prodotti. I criteri per l’identificazione delle CGU devono essere uguali e costanti nel corso degli esercizi, allo scopo di poter permettere un confronto tra i valori.

Altro aspetto importante della disciplina delle CGU è il concetto relativo alla fase di allocazione dei beni alle CGU. Infatti, non tutti i beni in azienda hanno le caratteristiche di indipendenza delineate prima.

Un aggregato aziendale, con la capacità di generare flussi di cassa in maniera autonoma, è composto da un insieme eterogeneo di bene. Esistono due grandi macro-categorie di beni aziendali: beni specifici e beni comuni. I beni specifici sono di due tipologie, beni specifici diretti e indiretti. I beni specifici diretti sono quei beni che sono direttamente collegati alla CGU, e concorrono in maniera diretta alla formazione di flussi di cassa in una specifica unità. Tali beni prestano la propria funzionalità solo ad un’unica unità, e quindi il valore contabile del bene deve essere imputato solo ed esclusivamente alla specifica unità. Beni con queste caratteristiche sono i beni

impiegati nella fase di produzione e talvolta alcuni beni relativi al processo di produzione.

I beni specifici indiretti invece sono quei beni che hanno anche loro una indipendenza “attiva” dei flussi di cassa, ma sono quei beni che non possono essere imputati solo ed esclusivamente ad una specifica CGU. In questi casi, il valore contabile del bene deve essere ripartito in maniera coerente tra più CGU in base all’utilizzo e/o alla quota di utili che genera l’attività per le rispettive CGU. Questi beni non devono essere confusi con i corporate assets. Tali beni non hanno una indipendenza “attiva”, ossia non sono capaci di produrre flussi di cassa in maniera autonoma, ma sono degli assets che prestano la loro opera a tutte le CGU dell’impresa. È il caso delle attività di supporto, come le funzioni amministrative dell’impresa e tutto l’apparato dirigenziale di una impresa. Infatti, queste attività sono a disposizione di tutte le aziende e non è possibile perciò attribuire il loro valore ad una sola CGU. Tuttavia, è da precisare che beni specifici diretti e corporate asset non sono la stessa cosa. Infatti, i primi producono indipendentemente i flussi di cassa a differenza della seconda tipologia di beni. Per esempio, il reparto contabile di una impresa presta la propria opera a tutte le CGU dell’impresa ma senza incidere sulla capacità dell’impresa di generare flussi di cassa, a differenza di una funzione marketing o commerciale, che in maniera operativa incidono sui flussi di cassa, sia in maniera negativa che in maniera positiva. Il primo esempio è un corporate asset (funzione di supporto amministrativa e non genera flussi di cassa indipendenti), il secondo esempio afferisce ad un “bene” che ha le caratteristiche di un bene specifico indiretto (capacità di generare e incidere sui flussi di cassa, però non può essere imputato solo ed esclusivamente ad una ed una sola impresa).

Mentre nel caso dei beni specifici il valore contabile e recuperabile del bene lo si riesce a determinare, nel caso dei corporate asset non è possibile determinare il valore del bene. Quindi è più articolata la procedura che porta alla valutazione e all’identificazione di una perdita. Infatti, se questo asset corporate può essere allocato con “coerenza” ad una specifica CGU si può procedere al calcolo del valore recuperabile e il confronto con il valore contabile della CGU comprensiva del bene corporate. Invece, come accade nella maggioranza dei casi un asset comune non può essere collocato in una specifica CGU. In questo caso bisogna prima determinare il valore contabile e recuperabile della CGU senza il corporate asset, successivamente bisogna identificare il gruppo di CGU in cui l’asset è inserito e confrontare il valore

contabile e recuperabile di questo gruppo di CGU al fine di evidenziare eventuali perdite.

Dopo aver delineato la CGU e definito con precisione e coerenza cosa deve essere assegnato alla CGU, l'ultimo step, prima del confronto tra valori per l'impairment, è il calcolo del valore equo e il valore recuperabile della CGU.

#### **2.4.1 Stima del valore recuperabile di una CGU e trattamento contabile dell'impairment**

Sostanzialmente il processo che porta alla definizione dei valori di *fair value* e *value in use* è lo stesso sia per CGU che per singolo bene. Tuttavia, a cambiare sono alcune ipotesi alla base del calcolo. Il *fair value* viene calcolato facendo riferimento al prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita, in caso tale valore non fosse possibile calcolarlo si fa riferimento al prezzo a cui l'attività è scambiata in un mercato attivo. Nel caso non esista un mercato attivo, o comunque il valore di mercato non può essere considerato affidabile, si fa riferimento al prezzo a cui il prodotto sarebbe scambiato in una transazione tra parti consapevoli. Quindi il principio è il medesimo di quello utilizzato per la valutazione delle attività. Mentre, nel caso del *value in use* il meccanismo è lo stesso, ma le ipotesi alla base del calcolo sono leggermente differenti. In primis, dopo aver identificato la CGU bisogna capire il mercato di sbocco della CGU. Infatti, bisogna capire se l'impresa produce per un mercato esterno o per un mercato interno. Infatti, nel primo caso la determinazione dei cash flow è più difficile da stimare in quanto bisogna considerare la situazione dell'ambiente esterno, modalità di pagamento, eventuali nuovi trend e tutto ciò che può influenzare il mercato esterno su cui la CGU si affaccia. Invece, nel mercato interno la situazione è più chiara anche se per il calcolo dei flussi di cassa e per la definizione dei prezzi di trasferimento interni vengono considerate le determinanti esterne, e il prezzo di trasferimento e le caratteristiche del trasferimento sono le stesse che troviamo se l'operazione fosse stata svolta sul mercato esterno. Questa è un aspetto importante della disciplina, perché si cerca di eliminare spazi di discrezionalità che potrebbero portare a una valutazione errata o che potrebbero compromettere la qualità dell'informazione.

Altro aspetto importante è la definizione del tasso di attualizzazione e del tasso di crescita di lungo periodo "g". In tasso di crescita non deve superare le aspettative di crescita nel lungo periodo del mercato e il tasso di inflazione, in modo tale da non

attribuire un valore eccessivo al terminal value. Per determinare il tasso di attualizzazione bisogna fare riferimento ai tassi utilizzati per attività simili in contrattazioni sul mercato esterno. Tuttavia, come nel caso del *fair value*, è possibile utilizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC), il tasso di finanziamento marginale della CGU, o comunque qualsiasi altro tasso coerente proveniente dal mercato.

L'ultimo passo per completare l'impairment test è il confronto tra valore e l'imputazione della riduzione di valore della CGU. Se dal confronto tra il valore contabile e valore recuperabile si evidenzia una perdita, bisogna capire come distribuire la perdita tra le attività della CGU. Il primo passo è quello di imputare la perdita all'avviamento. L'avviamento è il valore più soggettivo, è immateriale e soprattutto è un valore residuale (è il plus valore dato dalla differenza tra il valore della CGU e la somma dei valori delle singole attività che compongono la CGU). Nel caso in cui non fosse bastevole l'avviamento, la perdita residuale viene ripartita tra le attività. La ripartizione non è omogenea, ma è ponderata sulla base del peso che una specifica attività ha nella CGU, comunque il valore post riduzione dell'attività non deve scendere al disotto del minor valore tra fair value e value in use. Infatti, la perdita può essere attribuita al bene ma sono nella misura della eventuale differenza tra fair value e valore contabile, e nel caso in cui il valore recuperabile della singola attività è minore al fair value, la perdita può essere imputata sempre e solo nel limite tra il valore contabile e quello recuperabile.

#### **2.4.2 Impairment di secondo livello**

Abbiamo fin ora analizzato l'impairment test per singola attività o CGU e per un aggregato di CGU dopo l'allocazione dei corporate asset. Questa tipologia di analisi porta ad un impairment di primo livello, a differenza di una altra tipologia di analisi che è detta impairment di secondo livello. Infatti, soprattutto in periodo di crisi è utile, ma non obbligatorio, sottoporre i beni aziendali ad una analisi di secondo livello. Questa tipologia di analisi permette di valutare il valore contabile di tutte le CGU messe insieme compresa l'allocazione dei corporate assets, quindi l'azienda nella sua interezza, con il valore recuperabile della stessa. A tale livello di analisi devono essere inclusi tutti i beni dell'azienda, compreso i beni che vanno oltre la gestione caratteristica, quindi eventuali surplus asset e/o partecipazione non relative al business "core".

Questa tipologia di analisi può essere utile e ragionevole predisporla quando si hanno evidenze che il valore complessivo della azienda si sia ridotto a seguito di avvenimenti esterni o interni. Questo nuovo test viene condotto confrontando il valore recuperabile con il valore “contabile” dell’azienda, e si verifica una perdita durevole quando il valore complessivo contabile dell’azienda (il Book Value di tutti gli asset aziendali) è maggiore della sua capitalizzazione di mercato (data dal prodotto tra il prezzo di una azione per il numero di azioni).

L’impairment di secondo livello permette di analizzare se le ipotesi fatte in sede di valutazione delle singole CGU e dei valori generati dall’analisi di primo livello hanno un qualche senso di ragionevolezza. Infatti, attraverso questo ulteriore grado di impairment test possiamo confrontare se il valore contabile e recuperabile delle CGU in aggregato sia valori “razionalmente giusti” oppure le singole CGU sono state sopravvalutate creando dei valori “irrazionalmente elevati” e privi di significato.

## **2.5 Definizione di avviamento**

L’avviamento è quel valore in eccesso imputabile all’effetto sistema. Valore in eccesso rispetto al patrimonio netto dell’azienda. Molti studiosi delle scienze aziendali si sono concentrati per delineare il fenomeno dell’avviamento e le sue determinanti. Per Zappa l’avviamento è plus valore da attribuire “all’impresa avviata”, appunto quella abilità degli asset di generare redditi maggiori, o meglio la capacità intrinseca all’aziende di riuscire a remunerare a un tasso maggiore i fattori produttivi. Questo effetto sistema porta l’impresa a generare più profitti. L’avviamento in una operazione di valutazione dell’avviamento gioca un ruolo centrale, in primis perché fa aumentare il valore dei beni in aggregato e quindi il *fair value* è più alto (la CGU ha un valore maggiore rispetto a quello che avrebbe se sommassimo il valore contabile o recuperabile dei beni che la compongono) e anche il *value in use* è diverso (in quanto l’avviamento impatta sulla capacità della CGU o l’azienda di generare flussi di cassa. L’avviamento può essere generato sia internamente che esternamente. L’avviamento generato internamente è quello dato dall’efficienza aziendale, efficienza di produzione e di costo. L’avviamento “esterno” è quello che viene acquisito durante una operazione di acquisizione. Questo tipo di avviamento può essere iscritto a bilancio, mentre la disciplina vieta di inscrivere quello interno. Il plusvalore è frutto di diverse componenti tra cui l’abilità dell’impresa di generare flussi di cassa maggiori rispetto a quanto farebbero se fossero utilizzati da soli (effetto sistema), e dalla capacità

dell'organizzazione di riuscire a sfruttare delle sinergie tra gli asset (sinergie strategiche e di costo). Da ciò si evince che l'avviamento è il valore che si può attribuire al fatto che i beni sono organizzati in maniera efficiente ed efficace. Il punto ora è capire come poter circoscrivere l'avviamento in modo da poter catturare il valore di questo effetto sistema. Come già affermato, l'unica tipologia di avviamento che possiamo contabilizzare, quindi è soggetto a valutazione, è l'avviamento acquisito onerosamente in una operazione di acquisto di azienda o ramo d'azienda. Tale avviamento è dato dalla differenza del prezzo pagato per l'acquisizione dell'azienda o del ramo d'azienda al netto del valore di bilancio delle attività dell'azienda. Se seguiamo questa impostazione, per l'iscrizione a bilancio l'avviamento viene calcolato con il metodo del costo. Sull'avviamento la disciplina italiana prevede l'ammortamento, mentre la disciplina internazionale all'inizio prevedeva l'ammortamento ora non più. Tuttavia, entrambe concordano sull'obbligo di sottoporre l'avviamento post acquisizione a impairment annuale.

Calcolare l'avviamento per differenza è un metodo rapido e intuitivo. Tuttavia, è giusto l'obbligo di sottoporre l'avviamento acquisito a titolo oneroso ad impairment test annuale in quanto permette di capire in primis se ci sono stati errori di valutazione o se soprattutto i parametri su cui sono state fatte le valutazioni sono ancora valide. Inoltre, il test permette anche di capire come sta procedendo la fase post acquisizione e se l'integrazione ha scalfito o no il valore della CGU acquisita.

### **2.5.1 Determinazione e allocazione avviamento**

Prima di analizzare come viene sottoposta ad impairment l'avviamento bisogna capire come nasce l'avviamento e che ruolo gioca in una CGU. Precedentemente abbiamo definito l'avviamento come il prezzo pagato dall'acquirente per acquistare una CGU o una azienda ed è dato dalla differenza tra il prezzo pagato e il valore "contabile" dei beni. Ora dobbiamo chiarire il perché un acquirente è disposto a pagare un sovrapprezzo e quale ruolo gioca questo sovrapprezzo nel complesso aziendale. La disponibilità a corrispondere un sovrapprezzo nasce dal fatto che i beni sono organizzati e gestiti in un modo tale da determinare degli extra-profitti rispetto ad una normale gestione e soprattutto, l'acquisizione può far scaturire sinergie di costo, di ricavi e strategiche con gli asset aziendali già presenti che possono far aumentare maggiormente i profitti.

L'avviamento di per se non rappresenta un asset aziendale che è capace

autonomamente di generare dei flussi di cassa autonomi. Tuttavia, tutte una o più CGU beneficiano dell'effetto dell'avviamento vedendo aumentare i loro profitti. Quindi il punto ora è capire che tipo di trattamento deve essere riservato all'avviamento e soprattutto capire le modalità e i criteri con cui deve essere ripartito tra le diverse unità che ne beneficiano. Tuttavia, però lo IASB suggerisce di identificare la CGU con alto livello di dettaglio e come *“il più piccolo gruppo di attività”*. Però è anche necessario identificare tutte le attività e le unità che beneficiano dell'effetto dell'avviamento. Queste due forze contrastanti nascono da due motivi diversi: l'esigenza di riconoscere tutte le CGU che sono influenzati da questo effetto nasce dal fatto di voler determinare esattamente le CGU e voler allocare con precisione l'avviamento, mentre l'esigenza di dettaglio aiuta a capire con precisione dove è originata una perdita di valore e imputarla alle giuste attività. Entrambe le scelte hanno dei contro molto importanti. L'esigenza di dettaglio può portare a non stimare correttamente l'effetto positivo dell'avviamento sui flussi di cassa, mentre l'esigenza di comprendere tutte le CGU può portare facilmente a casi di compensazione interna e quindi alte probabilità di non identificare eventuali perdite di valore e/o non riuscirle ad attribuire alla giusta CGU. Per dirimere questa discussione nel principio IASB si è cercato di identificare dei principi e/o una logica che permettono di identificare le CGU interessate dall'avviamento. Infatti, per lo IASB l'avviamento deve essere attribuito a tutte le attività e/o gruppi di attività che beneficiano di esso<sup>13</sup>. Tuttavia, la particolarità che l'avviamento post acquisizione deve essere attribuito, su indicazione dello IASB, sia alle attività acquisite dal compratore durante l'acquisto sia ad attività già precedentemente proprietà dell'acquirente che però dopo l'acquisizione beneficiano dell'avviamento. Lo IAS 36 non si limita solo a fissare una logica che porta all'identificazione delle CGU dove l'avviamento dovrà essere collegato, ma identifica anche un limite inferiore e un limite superiore per l'identificazione. Le lettere A e B del paragrafo 80 identificano come limite inferiore l'aggregato di attività in cui l'avviamento è monitorato *“per finalità gestionali interne”*, mentre come limite inferiore il principio recita che la CGU *“non deve essere più grande di un settore operativo, così come definito dal paragrafo 5 dell'IFRS 8 Settori operativi, prima dell'aggregazione.”*. Queste indicazioni risolvono il problema relativo all'identificazione della e/o delle CGU, ma lasciano spazio alla discrezionalità del

---

<sup>13</sup> Paragrafo 80, IAS 36

valutatore. Da tali principi si capisce come l'identificazione della CGU, giustamente, è misurata sulla base di parametri interni e non esterni come per il valore della stessa. Infatti, ogni azienda può avere una organizzazione interna diversa, anche se i principi fissano dei parametri che possono essere applicati a tutti i contesti aziendali. Inoltre, quello che si evince è che se due aree sono monitorate e controllate separatamente non possono essere aggregate nell'allocazione dell'avviamento e soprattutto l'avviamento non è obbligatorio allocarlo solo ed esclusivamente ai beni con cui è stato oggetto di acquisizione, ma anche a beni che appartenevano precedentemente al compratore. Abbiamo chiarito fino ad ora come identificare le CGU dovranno "accogliere" l'avviamento, ora il punto è capire in che proporzione allocare l'avviamento alle CGU. Inoltre, le CGU non sempre rimangono immutate, ma ci sono diversi fattori ed eventi che mutano la composizione delle CGU e con ciò anche la proporzione di avviamento destinato ad una CGU cambia. Infatti, ci sono dei casi in cui i beni aziendali che non giocano un ruolo strategico o che non sono più produttivi vengono dismessi per liberare risorse finanziarie da destinare ad altri investimenti, oppure si procede a una ridefinizione delle CGU e un conseguente riallocazione dell'avviamento. I due casi sono molto frequenti al giorno d'oggi dove le aziende sono in costante evoluzione strategica e organizzativa.

Nel caso di dismissione di una parte di beni della CGU o tutti i beni di essa, l'avviamento viene considerato nel prezzo di vendita e concorre alla definizione di una minusvalenza o plusvalenza da cessione. Nell'ipotesi di riorganizzazione delle attività aziendali la situazione è un po' diversa. La prima differenza rispetto alla cessione è data dal fatto che l'avviamento non viene eliminato dal bilancio aziendale, ma semplicemente viene ridistribuito dalle CGU, ora la chiave di svolta è capire il criterio di ripartizione dell'avviamento tra le nuove CGU. Inoltre, è da precisare che la criticità non è relativa solo alla ripartizione dell'avviamento, ma anche al ricalcolo del valore della CGU in quanto la capacità di generare cassa e il valore equo del bene muteranno con la riorganizzazione delle CGU, quindi bisogna tener presente anche il nuovo valore della CGU e come le attività proporzionalmente sono divise tra le varie CGU. Tuttavia, il procedimento adottato per la riallocazione è simile a quello dei beni "corporate" descritto nei paragrafi precedenti, ossia: se l'avviamento può essere distribuito secondo una logica di "coerenza e razionalità"<sup>14</sup> non sussistono particolari

---

<sup>14</sup> Logica identificata nel Paragrafo 102 dello IAS 36

problemi e si procede ad una semplice redistribuzione. Tuttavia, nel caso non possa essere utilizzata la logica prevista nello IAS 36, bisogna raggruppare le unità e allocare l'avviamento a queste CGU, successivamente poi cercando di attribuirlo a cascata a tutte le CGU. Tuttavia, suddividerlo tra tutte le CGU non è facile e intuitivo in quanto è difficile identificare il principio con cui deve avvenire la CGU. Molte affermano che il principio con cui deve avvenire l'allocazione è in base alla capacità di generare flussi di cassa, o la capacità delle CGU di sfruttare delle sinergie. Altro parametro potrebbe seguire la logica di assegnare l'avviamento proporzionalmente in base al valore contabile delle stesse.

Tutte queste variabili che entrano in gioco evidenziano lo spazio di discrezionalità che hanno i valutatori in sede di identificazione delle CGU, perciò il legislatore ha reso necessaria la verifica annuale dell'avviamento e del valore delle CGU in quanto il valore di una CGU può facilmente risentirne di questa discrezionalità. Infatti, l'aspetto più temuto e che si cerca di contrastare è l'evitare compensazioni interne tra i beni della CGU e tra diverse CGU che possono nascondere eventuali perdite durevoli di valore di talune attività e quindi danneggiare la qualità dell'informazione e del test.

### **2.5.2 Calcolo valore recuperabile dell'avviamento e impairment test**

Uno dei concetti chiave dell'impairment test è quello di valore recuperabile. Non è possibile come detto calcolare il valore recuperabile dell'avviamento in quanto non è un asset che autonomamente riesce a generare flussi di cassa, quindi il valore dello stesso viene considerato in unione con il valore della o delle CGU al/alle l'avviamento è assegnato. Tuttavia, è interessante capire quali sono i fattori che devono essere considerati nel momento in cui si compie il test di impairment dell'avviamento. Innanzitutto, è da chiarire che il limite per attribuire l'avviamento alle CGU è la chiusura di bilancio nel quale l'avviamento è stato acquisito, anche se i principi danno alla possibilità di inscrivere l'avviamento in bilancio anche successivamente alla fine del bilancio, ma entro l'approvazione dello stesso. In questa fattispecie, è possibile inserire un avviamento provvisorio, un valore determinato non in maniera puntuale, e successivamente lo stesso può essere rettificato.

Come anticipato è importante capire quali fattori devono essere considerati nella determinazione del valore contabile, e quali fattori possono o meno far mutare in positivo o in negativo il valore contabile di una CGU nel quale l'avviamento è stato allocato.

Come già detto l'avviamento scaturisce dalla capacità dell'aggregato di generare extra-profitti e sinergie, ora il punto è capire se tali elementi devono considerati nel calcolo del valore della CGU. Tuttavia, il valore in use di una CGU è dato anche dalla capacità in cui l'impresa riesce a sfruttare in maniera positiva le sinergie aziendali e dalle nuove attività acquisite. Possono essere diverse le sinergie: di costo che permettono all'impresa di ridurre i costi operativi e aumentare i flussi di cassa; di ricavi che permettono di aumentare i ricavi, non solo in termini addizionali ma anche come effetto moltiplicativo; di strategia perché magari permettono l'apertura su nuovi settori o mercati migliorando di molto le prestazioni economiche e reddituali di una CGU. Quindi alla luce di questo ci sembra importante includere tali sinergie nel calcolo del valore recuperabile. Risposta affermativa è giusta darla anche nel caso in cui l'avviamento sia stato acquisito a seguito di acquisizione di una partecipazione di maggioranza. In questo caso il plusvalore deriva da un ipotetico premio di maggioranza che fa aumentare il valore complessivo della partecipazione.

Tali sinergie sono espresse sia nel *fair value* che nel *value in use*. Infatti, nel *fair value* sono comprese quelle sinergie "trasferibili", ossia che in caso di una operazione di acquisizione possono essere acquisite dal compratore e possono essere innestate nella azienda e produrre benefici. Mentre, nel *value in use* sono comprese quelle sinergie interne all'azienda che non possono essere trasferibili normalmente, ma che contribuiscono ad aumentare i flussi di cassa riducendo i costi e aumentando i ricavi. Tuttavia, è da chiarire che l'avviamento non può essere valutato in quanto non è un asset che genera flussi di cassa. Allora il punto di domanda è come avviene l'impairment test con la successiva svalutazione. La risposta è che non avviene una valutazione diretta dell'avviamento, ma l'avviamento viene sottoposto ad impairment test insieme alla CGU. Infatti, il procedimento consiste nel valutare il valore recuperabile della CGU a cui poi viene aggiunto la spettante parte di avviamento, successivamente si procede al confronto tra il valore recuperabile della CGU con avviamento e il valore iscritto a bilancio. Nel caso ci fosse una perdita, quindi il valore recuperabile è inferiore al valore espresso a bilancio, si procede ad una riduzione del valore iscritto a bilancio e viene registrata una perdita. Questo processo porta ad imputare subito la perdita di valore all'avviamento, e successivamente se l'avviamento non fosse bastevole, si procede a distribuire la perdita in maniera proporzionale tra i beni della CGU. Questa logica di imputare prima la perdita all'avviamento è giustificata, in quanto l'avviamento è un bene immateriale, residuale e soprattutto non

è un flusso che genera autonomamente flussi di cassa. Tuttavia, con l'utilizzo di questa logica vengono favorite le compensazioni interne tra più CGU, in quanto una riduzione di una CGU e l'aumento proporzionale di un'altra CGU dove l'avviamento è allocato, permettono di ammortizzare una eventuale perdita.

Il principio dello IAS non si ferma a disciplinare sotto questi aspetti, ma disciplina anche la sequenza con cui le attività della CGU, la CGU e le diverse CGU in cui l'avviamento viene allocato, devono essere valutate. Infatti, la logica è quella di valutare sempre prima le attività che costituiscono la CGU dove è allocato il bene e successivamente la CGU comprensivo dell'avviamento. Allo stesso modo nel caso di avviamento allocato in diverse CGU, bisogna prima valutare singolarmente le CGU e poi stabilire il valore delle diverse CGU in aggregato più l'avviamento allocato. Questa logica permette di analizzare in primis il valore della e/o delle CGU e permette anche di individuare se la CGU e/o una delle CGU senza l'avviamento hanno subito una perdita durevole di valore. Tale logica permette anche di "salvaguardare" dall'imputare subito la perdita all'avviamento, salvaguardandolo da eccessive perdite e soprattutto da perdite non imputabili allo stesso.

## **2.6 Eventuali ripristini di valore**

Fino ad ora abbiamo descritto solo il caso in cui il valore di un bene può subire una perdita. Tuttavia, come anticipato prima un valore che ha subito un test di impairment ed è stata rilevata una perdita, negli anni successivi deve essere sottoposta obbligatoriamente ad impairment per monitorare l'andamento del valore del bene. Infatti, ci possono essere anche casi in cui il valore di un bene può anche ricostituirsi e la perdita riduce o si annulla totalmente, in quel caso il valutatore dovrà operare un ripristino del valore. Tuttavia, il ripristino di valore può avvenire entro il limite massimo del valore contabile che aveva il bene prima della riduzione, ossia il valore che avrebbe avuto il bene se non si fossero creati i presupposti di una perdita, per la parte di valore in eccesso si seguirà la disciplina delle rivalutazioni di valore. Il ripristino di valore segue lo stesso trattamento che è stato dato alla precedente svalutazione. In sostanza, se per la svalutazione si è ridotto il valore iscritto a bilancio e la perdita è stata fatta passare nella voce dei costi del conto economico, per il ripristino si seguirà un modello analogo, ossia si apporterà un aumento del bene e successivamente questo maggior valore farà fatto passare per il conto economico in una delle voci del costo. Nel caso in cui la riduzione sia stata registrata tramite una

riduzione di una riserva di valutazione, in questo caso un ipotetico ripristino di valore andrebbe ripristinare il valore della riserva di valutazione.

Come per la perdita, anche per il ripristino bisogna rispettare determinati parametri. Infatti, principalmente nel caso delle CGU, il ripristino non può essere effettuato sul valore dell'avviamento al fine di evitare di inscrivere a bilancio una parte di avviamento generato internamente e non acquistato a titolo oneroso dall'esterno. Nel caso delle CGU il ripristino deve essere imputato proporzionalmente al valore dei beni che compongono la CGU. Dopo aver effettuato un ripristino, soprattutto per i beni che hanno una vita utile definita, deve essere ricalcolata nuovamente la quota di ammortamento sulla base del nuovo valore, e sicuramente la quota di costi annuali sarà maggiore di quella post riduzione.

I motivi che possono portare a un aumento o una rivalutazione di un bene o di una attività possono essere diversi. Ci può un cambiamento dello scenario economico, normativo e culturale che può portare a una rivalutazione del bene; il bene subisce una importante rivalutazione all'interno del mercato, o da bene in disuso è ritornato di moda. Oltre a questi aspetti di matrice esterna ci possono essere degli aspetti di natura interna. Tuttavia, questi aspetti sono quelli più delicati in quanto riguardano le scelte che il management effettua sulla destinazione d'uso del bene. Può essere il caso di un bene che precedentemente non era utilizzato dall'impresa o non era considerato viene rivalutato strategicamente, oppure un bene che precedentemente era non economico da utilizzare e inserito in una CGU assorbiva risorse invece di generarle, oppure i flussi di cassa generati dal bene sono di gran lunga maggiori di quelli stimati al momento dell'impairment test. Infatti, la rivalutazione può avvenire per motivi più disparati legati soprattutto ai flussi di cassa attesi. Un cambiamento nella misura dei flussi di cassa o una diminuzione del tasso di attualizzazione dei flussi. Tuttavia, c'è una fattispecie in cui l'aumento del flusso di cassa è fittizio e non è reale è il caso in cui ricalcoliamo sulla base degli stessi valori il *value in use* e avremo un risultato maggiore rispetto agli anni precedenti in quanto si sono ridotti il numero di anni di attualizzazione. Infatti, in quel caso ci troveremo di fronte ad una rivalutazione nominale, e non reale. Non aumentano i flussi di cassa nella loro interezza, ma aumenta il valore attuale dei flussi di cassa, ma è un valore assolutamente fuorviante. Tuttavia, nel caso della rivalutazione si può aprire un dibattito cruciale, ossia se la valutazione possa essere sempre ammessa -anche per ragioni diverse rispetto a quelle della svalutazione precedente- o è ammessa solo nel caso in cui la rivalutazione deriva dal

fatto che i motivi della svalutazione sono stati annullati. La disciplina attuale permette una rivalutazione anche in casi diversi, logica giusta in quanto il bene di un valore dipende da innumerevoli variabili positive e negative, ed è abbastanza restrittivo vincolare il valore di un bene solo ad una specifica variabile.

## **2.7 Differenze nell'impairment test tra la disciplina nazionale e quella internazionale.**

Fino ad ora quando si è parlato di impairment test si è fatto sempre riferimento alla disciplina internazionale, in quanto le aziende del campione di studio seguono la disciplina internazionale. Tuttavia, ci sembra doveroso operare un minimo di confronto, evidenziandone le differenze tra le due discipline. In confronto verte sulle quattro aree principali dell'impairment test: principi generali, determinazione del valore recuperabile, riduzione del valore e ripristino del costo.

In linea genera non emergono particolari divergenze tra le due discipline in relazione al le attività a vita utile definita. Tuttavia, per le attività a vita utile indefinita ci sono importanti differenze. Infatti, la disciplina internazionale prevede un impairment annuale obbligatorio per le attività a vita utile indefinita e per l'ammortamento, mentre la disciplina nazionale non contempla proprio la presenza di attività a vita utile indefinita.

Altra differenza importante è relativa alla determinazione del valore recuperabile. Infatti, per la disciplina internazionale esiste un unico modello per procedere al test, che consta di un numero di passaggi e di determinate procedure da fare, senza nessuna distinzione se l'impresa che effettua il test è di dimensioni ridotte oppure no. Invece, il principio nazionale contempla una procedura abbreviata, più snella, che può essere adottata dalle imprese che soddisfano i medesimi parametri per la redazione del bilancio in forma abbreviata, ossia le imprese che non superino due dei seguenti limiti: totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità<sup>15</sup>. Tuttavia, anche se soddisfano i parametri precedenti, non possono beneficiare della procedura semplificata le imprese che sono obbligate a redigere il bilancio in forma abbreviata. Invece, non ci sono differenze significative per ciò che concerne l'iscrizione a bilancio della perdita. Lo stesso si può dire anche per i ripristini di

---

<sup>15</sup> Articolo 2435-bis

valore, dove le due discipline sono concorde.

Alla luce di questa breve analisi possiamo sottolineare che tra le due discipline non esiste una differenza significativa, tranne per casi particolari relativi a situazioni contingenti della disciplina italiana. Le due differenze non portano a differenze operative sostanzialmente diverse, anche perché negli ultimi anni la disciplina italiana sta cercando di uniformarsi a quella internazionale, in modo tale da evitare la presenza di discipline completamente discordi e che portano a due rappresentazioni della situazione economica e familiare dell'impresa completamente diversa. Tuttavia, anche se non sussistono particolari differenze in tale fattispecie, rimangono comunque sempre vive le differenze esposte nel primo capitolo in merito alla logica dei principi e alla logica che muove l'impairment test.

## Capitolo III: *Analisi metodologia per il calcolo value in use*

### 3.1 Discount Cash Flow

Abbiamo visto precedentemente come il *fair value* sia un valore che dipende da fattori esterni all'azienda (prezzo in un accordo vincolante, prezzo di mercato e prezzo deciso in una contrattazione tra parti consapevoli) a differenza del *value in use* che è un valore frutto dell'attualizzazione delle stime dei flussi di cassa attesi che possono generare gli asset interni all'azienda, attraverso la formula del Discounted Cash Flow. La formula matematica non presenta particolari criticità o punti di discrezionalità degni di attenzione, a differenza dei fattori utilizzati nella formula. Infatti, la determinazione di tali fattori lascia ampio spazio di discrezionalità al valutatore, e analizzare le determinanti di tali scelte è proprio lo scopo di tale elaborato.

La formula matematica del “Discounted Cash Flow” è la seguente:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} + \frac{TV}{(1+k)^n}$$

Quindi il valore di un asset dipende dalla capacità dello stesso di generare flussi di cassa nel tempo. La formula può essere divisa in due blocchi: la parte esplicita, che è data dalla sommatoria dei flussi di cassa espliciti attualizzati, e la seconda parte ossia il valore terminale. La prima parte è caratterizzata dal fatto che è possibile stimare anno per anno i flussi di cassa, che poi verranno attualizzati per calcolare il loro valore attuale al tempo della stima. La seconda parte è composto dal periodo esplicito, ossia l'insieme dei flussi di cassa non calcolati puntualmente e attualizzati all'ultimo anno del periodo esplicito. Il terminal value e le scelte dei fattori e delle ipotesi per il calcolo rappresentano un punto abbastanza critico e soprattutto più sostanziosa della formula, e il valore finale risente molto delle piccole variazioni subite dal terminal value. Altri aspetti critici sono la determinazione dei flussi di cassa, del tasso di crescita e tasso di attualizzazione, infatti lo scopo di tale capitolo e dell'elaborato in generale è quello di analizzare le determinanti di tale scelte cercando di dare una spiegazione alle scelte che vengono compiute dai valutatori e come queste scelte impattano sul valore finale.

### 3.2 Flussi di cassa attesi

Primo punto critico nella formula del DCF è la determinazione dei flussi di cassa. I flussi di cassa attesi rappresentano una previsione dei redditi che gli asset aziendali

riusciranno a generare nel corso del tempo. Tale previsione si regge su due meccanismi chiave: in primis sulle previsioni che vengono fatte dal management sui flussi di cassa futuri, delle stime, e successivamente sono basati su delle ipotesi fatte dal management sulla situazione futura. Alla luce di ciò possiamo dire che i flussi di cassa sono caratterizzati da due aspetti, una stima effettuata dal management sulla base di dati storici e non disponibili al management al momento della stima, e su una serie di valutazioni fondate su ipotesi, o di assunzioni ipotetiche basate sul futuro<sup>16</sup>. Da questa analisi si evince l'alto livello di ipoteticità e di aleatorietà nella determinazione dei flussi di cassa.

Come abbiamo detto in precedenza, nella formula del DCF ci sono due membri principali e sono il membro che afferisce al periodo esplicito e quello riferito al terminal value. I flussi di cassa considerati nei due periodi hanno alcune differenze di calcolo. Il flusso di cassa del periodo esplicito si calcola come segue:

<b>Earnings Before Interest and Taxes</b>	
(-) Figurative taxes on operating income	
= <b>NOPAT</b>	
(+) Depreciation and amortisation, net of the use of provisions	
(-) Increase (decrease) in working capital	
(-) Investment (divestment) in fixed assets	
(=) <b>Unlevered cash flow</b>	

Partendo dall'Ebit e togliendo le tasse “figurative”, sono figurative perché è un calcolo ipotetico e non rappresenta un conto economico reale, si arriva al NOPAT, ossia al profitto operativo netto dopo le tasse. A questo punto bisogna sommare l'ammortamento ed eventuali perdite di prezzo dei beni (in quanto rappresentano delle uscite non monetarie). Successivamente, si tolgono le variazioni positive di capitale circolante e si sommano le variazioni negative (le variazioni positive assorbono flusso di cassa, le variazioni negative invece liberano flusso di cassa). Lo stesso discorso vale per gli investimenti dove si sommano i disinvestimenti e si sottraggono gli investimenti (anche qui gli investimenti assorbono cassa e i disinvestimenti la generano). Alla fine dello scalare arriviamo a flusso di cassa unlevered.

Il flusso di cassa del terminal value è molto simile a quello del periodo esplicito, ma con alcune differenze:

---

<sup>16</sup> Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale

Earnings Before Interest and Taxes	
(-)	Figurative taxes on operating income
<hr/>	
=	<b>NOPAT</b>
(+)	Depreciation and amortisation, net of funds utilisation (D&A)
(-)	Increase (decrease) in working capital = 0
(-)	Investment (divestment) in fixed assets = (D&A)
<hr/>	
(=)	Unlevered cash flow = NOPAT

Il flusso di cassa del terminal value è detto “normalizzato”. La particolarità consiste che le variazioni di capitale circolante netto sono uguali a zero (non assorbono e non generano flusso di cassa), e gli investimenti ogni anno sono uguali ai disinvestimenti in modo da mantenere costante l’operatività dell’impresa.

Il modo in cui viene calcolato il flusso di cassa in entrambi i casi è abbastanza logico e intuitivo. Tuttavia, ci sono molteplici difficoltà intrinseche e molteplici variabili che possono rendere sbagliata la stima. Le principali difficoltà si possono riscontrare nella stima dei ricavi e dei costi nel lungo periodo. Infatti, nel modo d’oggi ci sono molteplici cambiamenti che vanno a mutare le condizioni del mercato e del macroambiente in cui opera l’impresa che rende errate le stime effettuate dal management e rende difficilmente perseguibili gli obiettivi fissati dal management nel piano. Ciò porta a minare la capacità dell’impresa di stimare con certezza il futuro, e soprattutto riduce l’arco temporale per cui l’impresa riesce ad effettuare le stime. Infatti, negli ultimi anni i flussi di cassa non vengono stimati più su “*strategic plan*” a 5 e 10 anni o comunque su un arco temporale lungo, ma pianificano le loro stime su un arco temporale di tre anni, cercando di minimizzare la probabilità di errore. Tuttavia, ci sono delle particolarità come le imprese che operano in settori soggetti a concessione e imprese che operano su grandi commesse per le quali è meno incerto il processo di determinazione dei flussi di cassa futuri.

Oltre a tanto citati cambiamenti esterni, ci possono essere dei fenomeni interni che possono portare l’impresa a non realizzare i flussi di cassa previsti nei piani previsionali, come una diminuzione della redditività di una CGU, o la riduzione del margine operativo su un bene, la contrazione della domanda, oppure una riorganizzazione interna che porta a una modifica dimensionale delle CGU e quindi i piani previsionali predisposti per la precedente CGU non hanno più significato. Quindi, è un esercizio assai complicato quello di stimare i flussi di cassa ma ci sono dei principi che devono essere seguiti che rendono tale processo più semplice. In

primis bisogna stimare i flussi sulla base di assunzioni coerenti e non irrealizzabili, utilizzando dei dati reali e che delineano uno scenario costante, cercando di purificare i dati da eventi estemporanei che abbiano un effetto positivo ma temporaneo sulla capacità degli asset di produrre flussi di cassa. Infatti, le imprese devono determinare i flussi di cassa in maniera oggettiva, non considerando eventuali fenomeni sporadici o eventuali aumenti di redditività o di riduzione dei costi derivanti da situazioni straordinarie pianificate nel futuro ma non ancora realizzate. In tutto ciò, la miglior soluzione sarebbe quella di formulare ipotesi su dei dati provenienti dall'esterno, o comunque su dati che sono stati confermati da studi o da istituti di ricerca. In sostanza, bisogna cercare di rendere il processo di diminuire l'aleatorietà del processo cercando di utilizzare dati provenienti da fonti sicure e cercando di fare delle stime su flussi di cassa veramente realizzabili e pianificate su ipotesi reali.

Il principio IAS e la disciplina dello IASB non prescrivono tecniche e strumenti per analizzare la qualità dei dati o per mitigare il rischio il livello di incertezza insito nello stimare i flussi di cassa. Tuttavia, è da sottolineare la necessità di predisporre un meccanismo che permetta di analizzare la qualità dei dati e capacità dell'impresa di riuscire a stimare i flussi di cassa – un indice di affidabilità dei dati-, oppure predisporre dei meccanismi che permettono di capire come variano i valori e al variare delle ipotesi, tutto ciò al fine di migliorare la qualità dei dati per l'impairment.

### **3.3 Tasso di crescita**

Altro fattore che gioca un ruolo importante nel processo di determinazione del *value in use* è il tasso di crescita. Tale tasso di crescita entra in gioco solo nella seconda parte della formula del DCF, ossia la parte relativa al valore terminale. La componente della formula dove è compreso il tasso di crescita viene chiamata “Formula di Gordon”. Infatti, tale formula fa riferimento al modello della *Gordon Growth Model*. In tale modello, si assume che dopo un certo periodo i dividendi dell'impresa crescono a un tasso stabile, e nel lungo periodo il tasso dell'azienda non supera il tasso di crescita del mercato. Tali premesse trovano applicazione anche nella formula del DCF nel seguente modo:

$$TV = \frac{[FCFn \times (1+g)]}{(WACC - g)}$$

Il fattore  $(1+g)$  rappresenta l'espressione nella formula di Gordon nel metodo del DCF. Con tale fattore si assume che il flusso di cassa che genera l'asset o la CGU cresce costantemente nel corso del tempo. Il punto critico però è la determinazione del tasso di crescita e il fatto che tale tasso è uguale per tutto il periodo terminale.

In merito alla determinazione del tasso di crescita il principio IAS 36 detta indicazioni precise. Infatti, secondo il principio il tasso di crescita deve essere *“stabile o in diminuzione a meno che un tasso crescente possa essere giustificato”*. Nelle imprese analizzate, come vedremo successivamente tale ipotesi viene soddisfatta, e infatti il tasso di crescita è stabile per tutto il periodo e quasi mai è crescente. In aggiunta, il principio suggerisce che *“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 del mercato nel quale il bene utilizzato è inserito, salvo che un tasso superiore possa essere giustificato”*. Il punto ora è chiedersi se nel lungo periodo è possibile sostenere tale tasso di crescita per tutto il periodo e se sia necessario dividere il terminal value in sotto periodi in modo tale da migliorare la qualità dei valori utilizzati nel test.

Altro punto critico è analizzare se il tasso crescita del terminal value deve e/o può essere lo stesso del periodo esplicito. Infatti, ci sono dei casi in cui alcuni flussi di cassa del periodo esplicito vengono calcolati attraverso l'utilizzo del tasso di crescita. Per esempio, se il periodo esplicito consta di 5 anni, i primi due possono essere calcolati puntualmente mentre gli altri 3 anni del periodo esplicito vengono calcolati applicando un tasso di crescita all'ultimo flusso di cassa disponibile. Il tasso di crescita decresce anno per anno durante il periodo esplicito in modo tale da avvicinarsi al tasso di crescita per periodo terminale. Tuttavia, nella maggior parte dei casi il tasso di crescita del periodo implicito è costante ed uguale al tasso di crescita del lungo periodo. Ora il punto è chiedersi se tale ipotesi di uguaglianza del tasso di crescita nel lungo periodo è sostenibile. Tuttavia, la risposta la fornisce lo IAS 36 stesso, in quando ci dice che il tasso di crescita deve essere stabile o in diminuzione, sempre che non si riesce a dimostrare il contrario, e comunque nel lungo periodo il tasso di crescita non deve superare le stime di crescita del mercato e/o il settore in cui opera l'impresa. Infatti, a meno che non possa essere avallato da dati certi, il tasso di crescita del lungo periodo si è osservato che rimane stabile o in diminuzione ed in linea con le stime effettuate dall'impresa. Questa scelta è abbastanza logica, anche se bisogna fare attenzione alla solidità delle assunzioni alla base del tasso di crescita del periodo

implicito, e bisogna analizzare se tale scenario rimane lo stesso per tutto il periodo terminale. Infatti, molte volte le imprese sono attratte da considerare fenomeni contingenti che aumentano il valore dell'impresa e/o dei flussi di cassa in quel determinato istante della valutazione, ma tralasciano il fatto che tale fattispecie non si può protrarre a lungo e non può essere considerata come lo scenario principale. Tuttavia, come nel caso dei flussi di cassa è opportuno predisporre una analisi che permette di analizzare come cambia il valore del terminal value e il valore finale al variare del tasso di crescita e degli scenari operativi.

### 3.4 Tasso di attualizzazione e Wacc

La formula del DCF ci permette di calcolare i valori attuali dei flussi di cassa che l'asset può generare nel corso del tempo. Quindi, uno degli aspetti importanti è il calcolo del tasso di attualizzazione, in quanto piccole variazioni di tale tasso portano a grandi variazioni del valore finale.

A differenza del tasso di crescita che entra in gioco solo nella seconda parte della formula -quella relativa al valore terminale- il tasso di attualizzazione entra in gioco anche nella prima parte. Innanzitutto, è da specificare perché lo chiamiamo tasso di attualizzazione. Il valore della moneta nel corso del tempo non è uguale, infatti a causa di fenomeni come per esempio l'inflazione il valore nominale della moneta rimane uguale ma il valore reale è diverso. Quindi è necessario attualizzare i flussi di cassa in modo tale da conoscere il loro reale valore nel momento in cui effettuiamo il calcolo. Nel periodo esplicito l'attualizzazione avviene nel seguente modo:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Nel periodo esplicito i flussi di cassa sono determinati in maniera puntuale e sono diversi tra di loro, sicché anche il tasso di attualizzazione cambia a seconda del periodo che stiamo attualizzando. Tuttavia, è da specificare che "r" che è il WACC non cambia in ogni esercizio, ma a cambiare è l'esponente "n" a cui viene elevato il tasso di attualizzazione e che varia a seconda del flusso di cassa a cui ci stiamo riferendo ( $CF_2$ , allora  $n=2$ ;  $CF_3 \rightarrow n=3$ ) e di conseguenza varia tutto il valore del divisore.

Il punto cruciale ora è capire il valore di "r" come viene determinato e che cosa rappresenta. Nella formula del *Discounted Cash Flow* tale tasso rappresenta il WACC,

ossia il costo medio del capitale, ma nell'impairment test i valori cambiano. Per il principio IAS 36 il tasso di attualizzazione deve essere al lordo delle imposte (pre-tax) e deve riflettere le aspettative del mercato in merito al *“valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell'attività per la quale si effettuano le stime”*<sup>17</sup>. Il principio al paragrafo successivo detta indicazioni specifiche per individuare la tipologia di tasso che deve essere utilizzato. In prima istanza, bisogna utilizzare un tasso che *“riflette le valutazioni correnti del mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell'attività corrisponde al rendimento che gli investitori richiederebbero se si trovassero nella situazione di dover scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di importi, tempistica e rischio equivalenti a quelli che l'entità si aspetta che derivino dall'attività in oggetto”*<sup>18</sup>. Il principio identifica anche le modalità con cui tale tasso deve essere calcolato, ossia facendo riferimento al *“tasso implicito utilizzato per attività simili nelle contrattazioni correntemente presenti nel mercato o attraverso il costo medio ponderato del capitale di un'entità quotata che ha una singola attività (o un portafoglio di attività) simile all'attività considerata in termini di servizio e rischi.”*<sup>19</sup> Tuttavia, non sempre è facile identificare questo tipo di valori, allora si può effettuare il test anche ricorrendo o al costo medio ponderato del capitale dell'asset o della CGU, oppure facendo riferimento al costo medio ponderato del capitale di tutta l'azienda. In riferimento al costo medio ponderato del capitale (WACC), ci sono importanti riflessioni da fare. Innanzitutto, il tasso si calcola nel seguente modo:

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t)$$

La formula non è altro che una media ponderata tra il costo dell'equity e il costo del debito, dove  $E/(D+E)$  e  $D/(D+E)$  non sono altro che i pesi per la ponderazione, il primo è il peso dell'equity e il secondo è il peso del debito, mentre il fattore  $(1-t)$  rappresenta i vantaggi provenienti dallo scudo fiscale, ma tale valore non deve essere considerato nell'impairment test in quando il tasso d'attualizzazione deve essere al lordo delle tasse. La nostra attenzione è concentrata sulla modalità di determinazione di  $r_e$  (costo dell'equity). Infatti, il tale tasso viene incluso il livello di rischio collegato all'attività e il tasso di rischio collegato al paese in cui la CGU o l'azienda opera. La formula per calcolare tale tasso è quella del CAPM nella forma normale, ossia:

---

<sup>17</sup> Paragrafo 55, lettere a) e b), IAS 36

<sup>18, 17</sup> Paragrafo 56

$$R_i = R_f - \beta(R_m - R_f)$$

In questa formula  $R_f$  rappresenta il tasso risk-free (tasso privo di rischio) che molto spesso viene identificato con il tasso di rendimento dei titoli di stato a 10 anni;  $\beta$  rappresenta la covarianza tra il rischio di mercato e la rischiosità del titolo. Il beta può essere levered o unlevered a seconda se tiene conto o no della rischiosità specifica della struttura finanziaria della società per cui stiamo calcolando il costo del capitale, ma nel caso dell'impairment test si fa riferimento ad una struttura target di mercato. L'ultimo membro ( $R_m - R_f$ ) rappresenta la rischiosità specifica dell'investimento, ossia il Market Risk Premium. Tuttavia, in alcuni casi le aziende considerano anche un fattore di rischio dovuto al paese in cui le imprese operano, e si utilizza il modello CAPM Expanded. La particolarità consiste nel fatto che alla formula precedente viene incluso un fattore ( $\lambda$ Country risk) che rappresenta la rischiosità specifica del paese in cui si opera, e porta ad un aumento complessivo del rischio totale.

L'obiettivo di tale elaborato è proprio quello di analizzare le imprese del EuroStoxx 600 che scelte fanno in merito a questi parametri, e come queste scelte possono o meno influenzare il processo di valutazione.

### 3.5 Terminal Value

L'ultimo fattore importante della formula è il terminal value. Il terminal value rappresenta la sommatoria di tutti i flussi di cassa del periodo "terminal" *attualizzati* all'ultimo anno del periodo esplicito. Tale membro rappresenta in proporzione l'elemento che ha più peso nella determinazione del valore finale e piccole modifiche dei fattori che utilizziamo nel calcolo di tale valore possono cambiare in maniera importante il valore finale dello stesso.

Il terminal value viene calcolato nel seguente modo:

$$TV = \frac{[FCF_n \times (1+g)]}{(WACC - g)}$$

In aggiunta, il terminal value deve essere attualizzato per il medesimo tasso di sconto utilizzato nel periodo esplicito ( $\frac{1}{(1+r)^{n+1}}$ ), dove n equivale all'ultimo anno del periodo esplicito. Gli aspetti critici su cui bisogna concentrarci in tale formula riguardano il flusso di cassa normalizzato, il tasso di crescita g e il WACC.

Il terminal value utilizza flussi di cassa normalizzati, la particolarità consiste nel fatto che nel lungo periodo gli investimenti sono uguali alle immobilizzazioni e le variazioni di capitale circolante netto sono uguali a zero. Infatti, gli investimenti devono essere necessari a mantenere il livello operativo dei beni aziendali allo stesso livello. Tuttavia, se assumiamo un flusso di cassa crescente, gli investimenti devono in un qualche modo e/o in un qualche momento superare gli ammortamenti. Infatti, se ragiona in maniera semplicistica e si assume che il flusso di cassa cresce, quindi i prodotti o servizi venduti aumentano, il livello operativo deve aumentare e non rimanere sempre costante sempre allo stesso livello. Tuttavia, noi abbiamo ipotizzato una crescita reale, ma talvolta viene ipotizzata solo una crescita nominale del flusso di cassa, allora in qual caso sarebbe logico assumere ammortamenti e investimenti allo stesso livello.

Altro punto di criticità potrebbe essere legato alle stime sui flussi di cassa e sul tasso di crescita nel lungo periodo. Abbiamo già sottolineato precedentemente come la soluzione migliore sarebbe quella di decidere i valori di “g” e dei flussi di cassa sulla base di uno scenario ipotetico realizzabile e sulla base di dati forniti dall’esterno (ricerche di settore, studi e quant’altro). Tuttavia, non sempre è possibile riuscire a formulare le ipotesi sulla base di dati esterni, allora bisogna utilizzare delle ipotesi interne che devono comunque collimare con la realtà dei fatti e non rappresentare uno scenario difficilmente realizzabile nel lungo periodo. Il problema è proprio questo, che nel terminal value si fanno ipotesi sul lungo periodo, allora è preferibile vincolare il valore sulla base di ipotesi facilmente raggiungibili nella normale operatività della CGU e/o dell’asset. Infatti, se per il periodo esplicito l’operazione di stima potrebbe sembrare più facile, per il lungo periodo questo esercizio di speculazione è ancora più difficile. Nel lungo periodo le marginalità sulle vendite, o la capacità produttiva di una impresa, riorganizzazioni interne all’impresa, o contrazioni della domanda o fenomeni contingenti possono mutare lo scenario e incidere sulla capacità della CGU di generare flussi di cassa e per tali ragioni è giustificato l’impairment test per le CGU. Lo stesso discorso può essere fatto per il tasso di attualizzazione. Infatti, bisogna valutare -come il tasso di crescita- se sussistono le stesse condizioni che permettono di utilizzare il tasso di attualizzazione sia nel periodo esplicito che nel periodo terminale. Il valutatore deve verificare se nel lungo periodo sussistono le stesse condizione di rischiosità del breve periodo e giustificare eventuali differenze.

Come evidenziato già nei paragrafi precedenti, la scelta migliore sarebbe quella di predisporre una analisi di sensibilità in modo tale da analizzare come varia il risultato

finale al variare di determinati valori in modo da migliorare la qualità dell'informazione prodotta dal test. Tuttavia, ciò non sempre è possibile e le scelte compiute dai valutatori possono portare ad un valore anziché un altro, dunque ci sembra doveroso analizzare le scelte che compiono i valutatori e le aziende in modo da individuare l'esistenza di comportamenti adottati in maniera sistematica.

## **Capitolo IV: *Analisi delle scelte delle imprese dell'EuroStoxx 600 per il calcolo del valore recuperabile***

### **4.1 Descrizione campione oggetto della ricerca e metodologia applicata.**

Nell'introduzione abbiamo sottolineato come l'obiettivo di tale elaborato sia quello di analizzare le scelte che le imprese compiono in sede di impairment test. Le aziende su cui è stata effettuato lo studio sono le imprese che fanno parte dell'indice azionario EuroStoxx 600. L'indice è un indice di livello europeo, è composto da un numero fisso di 600 imprese quotate nel territorio europeo. Le imprese provengono da circa 17 paesi dell'Unione Europea e rappresentano circa il 90% della capitalizzazione del mercato europeo. Si è deciso di dedicare attenzione a tale indice in quanto rappresenta la quasi totalità delle imprese più importanti e con maggiore capitalizzazione del mercato europeo che dedicano una maggiore attenzione alle descrizioni delle modalità con cui effettuano l'impairment test. Altro aspetto importante è che tali imprese sono imprese ad altro profilo internazionale ed extra-europeo, ciò rende la ricerca ancora più interessante in quanto permette di analizzare eventuali differenze tra CGU localizzate in Europa e CGU organizzate nel resto del mondo.

La prima parte della ricerca consiste in uno studio dei bilanci o degli Annual Report di tutte le aziende, e in particolare della parte relativa alla valutazione delle CGU aziendali, la verifica della sussistenza di eventuali perdite durevoli di valore da parte delle CGU e conseguente impairment test. Il risultato di questa prima parte della ricerca è stato la creazione di un database, tramite l'utilizzo di un foglio Excel, e successivamente sono state segmentate e analizzate.

Nella seconda parte del lavoro le informazioni sono state profilate e analizzate al fine di sottolineare eventuali rilevanze statistiche in merito alle scelte effettuate dalle aziende in merito alla qualità dell'informazione relativa ai valori utilizzati, tasso di crescita, tasso di attualizzazione e terminal value. La segmentazione è andata oltre e l'analisi si è sviluppata su due direttrici principali: la prima è quella geografica, allo scopo di sottolineare eventuali differenze tra le imprese appartenenti allo stesso stato e tra le imprese di stati diversi; il secondo asse di segmentazione, quello che ha sottolineato risultati più interessanti e significati, è quello relativo all'area di attività delle imprese. Sono state considerate tutte le imprese dell'indice azionario europeo eccetto le imprese del settore bancario, in quanto per queste ultime vige una disciplina speciale. Le tabelle seguenti riassumono le caratteristiche del campione analizzato:

Suddivisione Imprese per Industry	
Telecommunications	19
Financial Services	27
Industrial Goods & Services	100
Utilities	27
Food & Beverage	23
Travel & Leisure	19
Construction & Materials	22
Personal & Household Goods	36
Insurance	35
Retail	25
Chemicals	25
Oil & Gas	22
Technology	30
Health Care	56
Basic Resources	20
Real Estate	27
Media	21
Automobiles & Parts	16

Suddivisione Imprese per area geografica	
Germania	78
Gran Bretagna	148
Danimarca	21
Italia	25
Svezia	40
Olanda	23
Svizzera	46
Francia	84
Belgio	14
Spagna	20
Irlanda	7
Norvegia	12
Finlandia	17
Austria	4
Lussemburgo	3
Portogallo	3
Polonia	5

In totale le imprese analizzate sono 550, ossia le imprese dell'indice EuroStoxx 600 al netto delle banche.

#### 4.2 Valore utilizzato per l'impairment test.

Il punto di partenza per effettuare l'impairment test è il calcolo del valore recuperabile. Secondo il principio dell'impairment test, il valore recuperabile è frutto del confronto tra il fair value e il value in use. Tuttavia, ci sono dei casi in cui non è necessario calcolare tutti e due i valori, ciò consente di effettuare il test solo con l'utilizzo di un unico valore. Infatti, come affermato anche nel principio contabile IAS 36<sup>20</sup> nel caso in cui il value in use dell'attività o della CGU è eccessivamente maggiore del valore contabile non è necessario calcolare il fair value per effettuare il confronto, in quanto il value in use da solo è bastevole a sottolineare la mancata perdita di valore dell'attività e ad effettuare il test. Infatti, nella quasi totalità dei casi le aziende hanno condotto l'impairment test solo con l'utilizzo del value in use. Tale scelta è giustificata dal fatto che il valore dei flussi di cassa attesi che l'attività o la CGU può generare sono eccessivamente maggiori del valore contabile dell'attività o delle attività che costituiscono la CGU, rendendo illogico calcolare altri valori.

Dallo studio condotto è sorto che oltre l'80% dei casi l'impairment test è stato condotto

<sup>20</sup> Paragrafo 10, Principio Contabile IAS 36, IASB

con l'utilizzo del value in use, mentre nelle restanti volte il valore utilizzato è stato quello del fair value. I motivi principali di tale scelta sono i diversi. In primo luogo, per le imprese oggetto del campione è molto più semplice calcolare il value in use che il fair value. Infatti, le imprese considerate sono entità altamente strutturate ed organizzate, con funzioni di controllo e reporting molto sviluppate, quindi riuscire a reperire alcuni dei dati necessari per il calcolo del value in use è molto più facile e veloce che reperire i dati relativi al fair value. In aggiunta, la restante parte dei dati necessari per l'analisi può essere calcolata attraverso l'utilizzo di fonti provenienti dall'ambiente e dal mercato esterno, apportando un doppio vantaggio alla qualità del test. In primis i dati provenienti dal mercato (tasso di crescita e tasso di attualizzazione) calcolati da agenzie di settore o società specializzate, il che porta ad un aumento della qualità e affidabilità dei dati. Inoltre, il fatto che le imprese attingono i dati da fonti esterne fa aumentare la qualità intrinseca del test e riduce la discrezionalità che potrebbe avere il management o il valutatore in sede di valutazione.

Oltre a ricercare i motivi che possono far protendere le imprese verso una opzione o l'altra, abbiamo cercato di analizzare quali tipologie di imprese tendono ad utilizzare uno o l'altro valore per condurre il test. Abbiamo notato che le imprese che decidono di condurre il test attraverso l'utilizzo principalmente del fair value al netto dei costi di vendita o di dismissione sono le imprese del segmento Real Estate. Infatti, tali imprese detengono in portafoglio gli immobili come attivi, e dato che per gli immobili esiste un mercato attivo con un altissimo numero di transazioni, è molto più facile stimare il valore equo delle attività o degli asset facendo riferimento al prezzo di mercato. Tuttavia, è da precisare che non tutte le imprese di tale settore effettuano l'impairment test solo con l'utilizzo del fair value. Infatti, ci sono altre imprese dello stesso settore che utilizzano anche il value in use, dove i flussi di cassa attesi sono relativi ai canoni di locazione che possono essere richiesti in base alle specifiche caratteristiche delle proprietà. Delle imprese che utilizzano il fair value come valore per effettuare il test, la totalità di esse calcola tale valore facendo riferimento alle transazioni avvenute nel mercato e il relativo prezzo, in nessun caso il prezzo è determinato facendo riferimento ad accordi vincolanti. Tutto ciò dovrebbe portare i valori recuperabili ad essere sempre più espressione di valori e/o di ipotesi e "assumptions" provenienti dal mercato esterno, con una ipotetica riduzione della discrezionalità del management o del valutatore in sede di valutazione.

Precedentemente abbiamo sottolineato come in più dell'80% delle imprese analizzate conducono l'impairment test con l'utilizzo del value in use, mentre la restante parte effettua il test sulla base del valore equo al netto dei costi di vendita. Tuttavia, è da sottolineare che nella maggior parte, intorno al 70% del campione, il test viene effettuato calcolando uno solo dei due valori, mentre nella restante parte, superiore al 30% il valore recuperabile viene determinato calcolando entrambi i valori del value in use e del fair value.

Altra differenza importante è data dal fatto che mentre le imprese che effettuano il test e non rilevano perdite di valore, si limitano a calcolare uno solo dei due valori, riportando di conseguenza le informazioni di uno solo dei valori. Viceversa, nel caso in cui le imprese registrano una perdita durevole di valore riportano le informazioni di entrambi i valori.

Si è evidenziato in precedenza come la differenza principale tra valori per il calcolo del valore recuperabile è data dalla destinazione d'uso e dall'uso strategico che i beni e le attività hanno nel contesto azienda. Tutto ciò comporta, come è stato sottolineato dall'analisi, che nelle aziende che utilizzano i beni in maniera strategica l'impairment è svolto sulla CGU e non sull'attività singola. Infatti, è stato osservato che la scelta del valore recuperabile dipende principalmente dalla natura dell'azienda, ossia se è di natura finanziaria e d'investimento il valore prescelto è il fair value, mentre nelle imprese di natura non speculativa, quindi che utilizzano i beni in modo strategico, il value in use rappresenta il valore recuperabile.

La scelta delle imprese di effettuare l'impairment sulle CGU e non sulle attività singole è giustificato anche dalle caratteristiche delle imprese. Infatti, le imprese del campione hanno un business abbastanza diversificato, competono in mercati geograficamente e culturalmente molto diversi, e soprattutto hanno una offerta molto ampia che comprende più prodotti, e tutto ciò si traduce in una organizzazione per unità e sotto unità. Inoltre, nell'informativa relativa alle CGU le imprese dovrebbero riassumere e riportare le informazioni relative alle modalità con cui le CGU sono state identificate, il livello di dettaglio utilizzato, la modalità con cui l'ammortamento è stato suddiviso tra le varie CGU. Tuttavia, è stato osservato come le imprese del campione non siano particolarmente dettagliate nel fornire tali informazioni e il livello di disclosure è insoddisfacente nella maggior parte dei casi. Infatti, nella minoranza dei casi troviamo un livello di informazione adeguato, una percentuale superiore al 40%, mentre nella maggior parte dei casi le informazioni raggiungono un livello medio di dettaglio e di

disclosure, non risultando comunque esaurienti per capire a pieno le scelte effettuate in sede di valutazione in merito alle CGU.

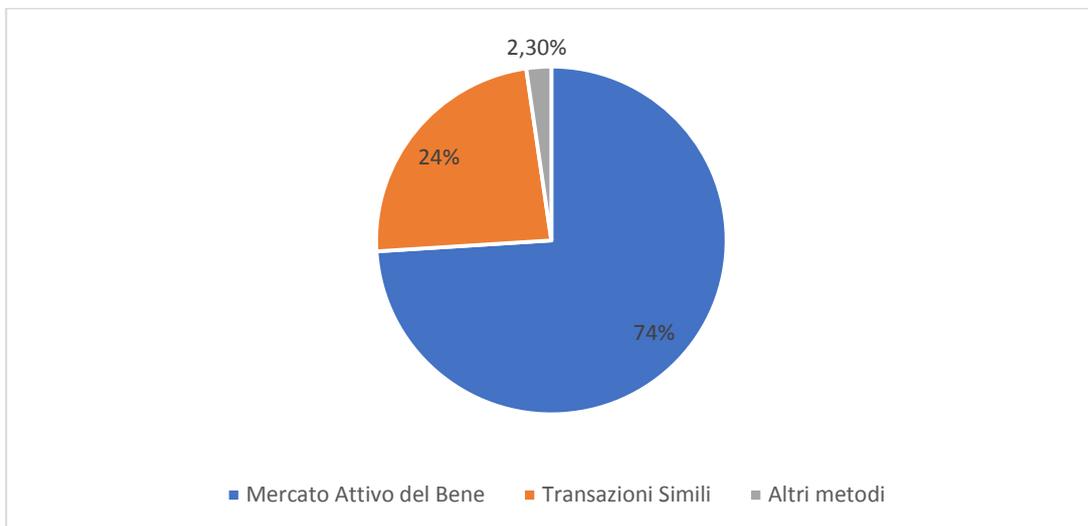
Sono diversi i motivi che fanno sì che il valore recuperabile corrisponde al fair value o al value in use. Abbiamo sottolineato quali sono i pro di considerare l'uno o l'altro valore, ma quello che è emerso dall'analisi è la volontà delle imprese di effettuare l'analisi attraverso l'utilizzo di dati provenienti dal mercato, cercando di limitare al minimo la discrezionalità delle imprese e di ridurre il margine di errore. Infatti, entrambi i valori, in tutti i casi del nostro campione, con correlati da una breve analisi di sensibilità al fine di evidenziare cosa accade al valore recuperabile al variare delle ipotesi e gli input della valutazione. Tuttavia, ci sono ancora ampi spazi di miglioramento della qualità dell'informazione. In primis è stata evidenziata l'assenza di informazioni in merito alle specifiche CGU, al metodo utilizzato per valutarle e le ipotesi fatte per le singole CGU. Infatti, è stata evidenziata nella maggioranza dei casi una informazione superficiale in merito alle ipotesi fatte per il calcolo dei cash flow, tasso di crescita e tasso di attualizzazione. L'aspetto più significativo è relativo al fatto che le informazioni complementari relative a dati presi dal mercato non sono quasi mai specificate adeguatamente, solo un terzo del campione effettua una disclosure esauriente. Si badi bene, non si vuole sottolineare o avallare l'idea che il test e il conseguente valore finale siano privi di significato, ma ciò che si evince è la necessità di dare maggiore peso alle ipotesi e stime relative ai dati provenienti dal mercato esterno, al fine di aumentare la qualità del test e soprattutto aumentare la qualità delle informazioni fornite e l'efficacia del test. Tale analisi di merito è basata facendo anche riferimento al ruolo che secondo lo IASB dovrebbe assolvere l'impairment test, ossia aumentare lo scambio di informazioni e il livello di disclosure tra gli attori interni e gli attori esterni all'impresa.

### **4.3 Metodologia per il calcolo dei valori**

Nel paragrafo precedente è stato evidenziando quale è il valore che principalmente “diventa” o assume il ruolo di valore recuperabile. In tale paragrafo il nostro obiettivo è analizzare con quale metodo vengono calcolati i due valori. Il fair value è calcolato facendo riferimento al mercato al prezzo al quale le attività o i beni vengono scambiati nel mercato, oppure facendo riferimento alle transazioni simili avvenute nel mercato.

Una analisi specifica e dettagliata deve essere condotta per analizzare le scelte delle

imprese nella definizione dei fattori utilizzati nel calcolo del DCF. Innanzitutto, è da sottolineare che tutte le imprese hanno calcolato il value in use attraverso l'utilizzo del Discounted Cash Flow Method, ma a cambiare sono i metodi per il calcolo delle componenti della formula del DCF. L'obiettivo è quello di analizzare le modalità con cui vengono delineati i cash flow attesi, le dinamiche relative al tasso di crescita e le scelte relative alle fonti che le imprese utilizzano per calcolare tali fattori. Per il calcolo del fair value less cost to sell non esiste un metodo in particolare per effettuare il calcolo. Per determinare tale valore principalmente le aziende fanno riferimento nella totalità dei casi a transazioni simili avvenute nel mercato, oppure fanno riferimento al prezzo a cui il bene viene scambiato sul mercato, se esiste un mercato attivo per il bene.



In merito ai metodi utilizzati il livello di informazione è limitatamente soddisfacente quando si parla della valutazione del value in use, anche se le informazioni in merito al metodo di valutazione nella totalità dei casi non supera il paragrafo e l'informazione è abbastanza essenziale. Allo stesso modo, per il fair value il livello di dettaglio delle informazioni è anche esso basso e molto vago, descrivendo in maniera superficiale dei riferimenti ai metodi utilizzati e multipli delle transazioni. Tuttavia, nei casi in cui il fair value è calcolato facendo riferimento a transazioni simili avvenute nel mercato e non ai prezzi di mercato, il livello medio delle informazioni è leggermente maggiore.

#### **4.4 Determinazione Flussi di cassa.**

Uno degli elementi chiave per il calcolo del value in use è la determinazione dei flussi di cassa. Tale processo di stima è abbastanza articolato e complesso, e la sua importanza è dovuta dal fatto che i flussi di cassa influenzano in maniera importante

il risultato finale. Infatti, piccole variazioni dei flussi di cassa, la scelta di una ipotesi o di un'altra, può portare a diversi risultati. L'obiettivo principale, come si evince anche dall'analisi delle scelte delle aziende del campione di riferimento, è quella di effettuare una stima abbastanza accurata e prudente di quelli che potrebbero essere i flussi di cassa che una attività o un gruppo di attività possono generare nel corso del tempo, in un arco temporale indeterminato. Dal campione analizzato si evince come più di tre quarti delle aziende utilizza i piani industriali strategici per stimare i flussi di cassa. I piani strategici industriali sono predisposti dal management sulla base di dati provenienti da fonti interne e da fonti esterne, tra cui il mercato. Tuttavia, nella stima dei flussi di cassa quasi tutte le imprese utilizzano fonti disponibili all'interno dell'azienda, il che rende tale processo di stima abbastanza vincolato alle scelte previsionali fatte dal management e alla discrezionalità dello stesso.

I flussi di cassa sono stimati sulla base del risultato atteso che si ipotizza di realizzare negli anni a seguire. Il risultato atteso deriva da una stima di quelle che sarà il fatturato o le vendite negli anni a seguire. Tuttavia, ci sono casi in cui per la stima del valore recuperabile di una CGU non vengono considerate esclusivamente e le vendite. Infatti, in settori come quello dei consumer goods, settori del health care e food&drink, la stima dei flussi di cassa rappresenta un passaggio intermedio per la stima dei flussi di cassa attesi. In tali settori, il valore atteso dei flussi di cassa viene calcolato utilizzando il "Royalty Relief". In questi casi, i flussi di cassa derivanti dalla vendita di un prodotto non sono generati direttamente dall'impresa che effettua la valutazione, ma i flussi di cassa sono frutto di una royalty pagata da una impresa terza per produrre o commercializzare un prodotto con il nome, il marchio o soggetto a brevetto di proprietà dell'azienda che effettua la valutazione.

Non sono state evidenziate particolari differenze nella stima dei flussi di cassa per il periodo esplicito e per quelli del terminal value. Tuttavia, è stato evidenziato che nella maggior parte delle imprese, i flussi di cassa del periodo esplicito sono stati stimati in un modo. Posto che la media del numero di anni del periodo esplicito è cinque, è stato osservato che i primi 3 anni sono stimati sulla base di un piano industriale e quindi di previsioni, mentre i restanti due anni sono stimati sulla base di ipotesi e proiezioni. Invece, non si evidenziano particolari differenze nel modo in cui le imprese stimano il flusso di cassa per il terminal value, nel caso in cui esso è presente.

Le imprese estrapolano i flussi di cassa sulla base di informazioni sia storiche sia relative a stime future. Oltre la metà delle imprese del campione ha dichiarato di

costruire le proprie stime sulla base di dati provenienti dal passato e stime previsionali sugli scenari futuri, anche se solo una percentuale minima di queste imprese (poco superiore al 20%) descrive l'arco temporale su cui vengono fatte le stime per il passato e le ipotesi fatte per il periodo futuro. Allo stesso modo, la totalità delle aziende che riporta informazioni di dettaglio in merito alla stima dei flussi di cassa, dichiarano di stimare i dati sia riferendosi a fonti interne e quindi piani elaborati dal management, sia da fonti esterne.

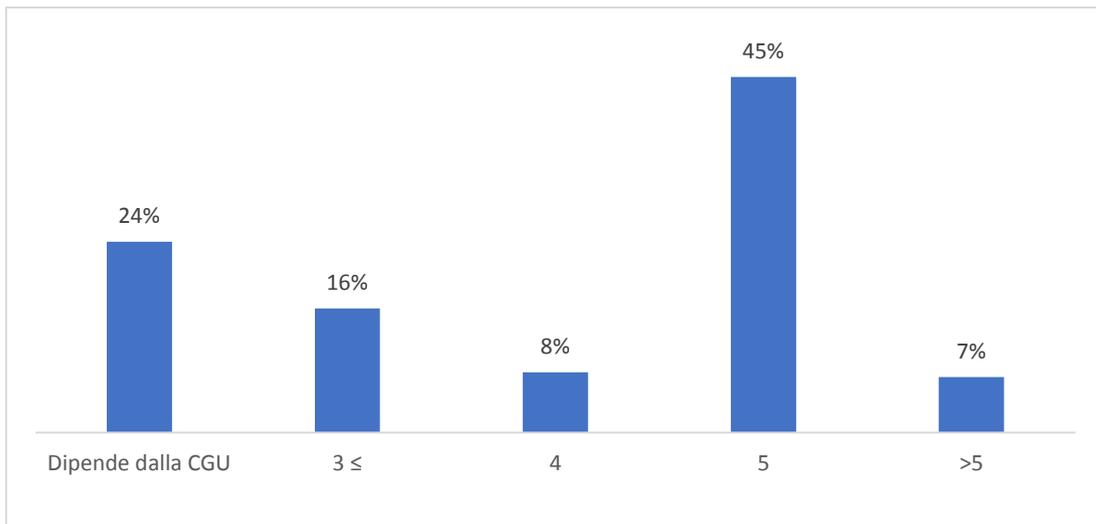
Tuttavia, si badi bene che circa un terzo delle imprese dedica sufficiente attenzione a spiegare ed analizzare le ipotesi e le fonti utilizzate dalle imprese per stimare i flussi di cassa. Tale situazione fa diminuire la qualità e l'affidabilità del test, e indebolisce la funzione di disclosure che ha il test. Infatti, in quasi due terzi del campione si evidenzia la mancanza di informazioni in merito alle ipotesi relative ai flussi di cassa rende meno chiare le modalità con cui sono stati stimati i flussi, le ipotesi sul margine sulle vendite, sulle quantità vendute e sui prezzi dei prodotti. Tutto ciò rende difficile capire quali fattori influenzano maggiormente la stima dei flussi di cassa, e soprattutto se i flussi di cassa sono stati costruiti sulla base di ipotesi ragionevoli e sostenibili nel lungo periodo.

Esplicitare le ipotesi fatte in sede di valutazione, permetterebbe anche di analizzare come varierebbe il flusso di cassa, il valore recuperabile del bene o del complesso di beni al variare delle ipotesi, riuscendo ad aumentare l'efficacia del test.

#### **4.5 Numero di anni del periodo esplicito**

Il value in use di un'attività o di un bene è determinato sulla base della stima dei flussi di cassa che può generare nel periodo esplicito e nel periodo terminale. Tuttavia, se nel periodo terminale non persiste il problema di quantificare il numero di periodi, in quando il periodo terminale va dalla fine del periodo esplicito "n" a infinito, nel periodo esplicito esiste tale problematica. Il periodo esplicito rappresenta il numero di periodi per i quali l'impresa riesce a stimare annualmente i flussi di cassa.

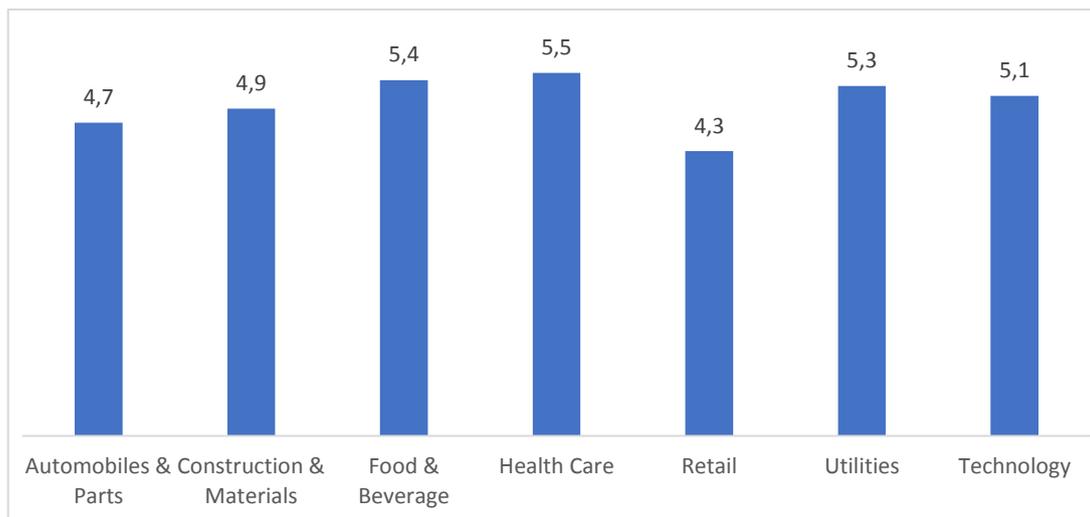
Il principio IAS 36 per questa fattispecie non prevede delle direttive restrittive, ma semplicemente stabilisce che se il periodo esplicito supera i cinque anni le aziende sono tenute a specificare i motivi di tale scelta. I tre quarti del campione analizzato il periodo esplicito utilizzano un "n" compreso tra zero e 5 anni, e quasi la metà delle imprese identifica in 5 il numero di anni del periodo esplicito. Il grafico seguente mostra le evidenze sorte a seguito dell'analisi.



È interessante osservare come in quasi un quarto dei casi le imprese non identificano un unico valore di “n”, ma effettuano la scelta a seconda della CGU. Sono poche le imprese che fissano la durata del periodo esplicito maggiore a 5 anni. Principalmente questo fenomeno accade per le imprese che operano in settori soggetti a concessioni (autostradale, utilities), o nelle imprese che operano in settori soggetti all’utilizzo di brevetti o marchi (health care, food&drink).

Come anticipato in precedenza, le imprese non stimano tutti e cinque gli anni allo stesso modo. Infatti, i primi tre anni sono stimati puntualmente attraverso l’utilizzo di previsioni, mentre la restante parte degli anni del periodo esplicito sono stimati attraverso l’utilizzo proiezioni e di assunzioni ipotetiche sul futuro. Anche se la normativa prevede di specificare i motivi per cui si è deciso di estendere il periodo esplicito oltre i 5 anni, ma non tutte le imprese effettuano tale specificazione. Infatti, esiste ancora una parte, circa un terzo, che non specifica i motivi per cui è stata effettuata una determinata scelta.

Il fatto che in alcuni settori viene fissata una durata del periodo esplicito maggiore rispetto ad altri la si evince anche se segmentiamo l’analisi per settore. Di seguito il grafico che mostra i valori del “n” per i principali settori analizzati:



Notiamo appunto come il settore health care, food & Beverage e Utilities sono quelli che hanno un periodo esplicito mediamente più lungo, mentre il settore Retail è quello che ha un periodo esplicito più breve. Tuttavia, i valori non sono in maniera significativa dalla media, che come detto in precedenza si attesta a 5 anni. Ciò che si evidenzia da questa analisi è che le imprese optano per un periodo esplicito abbastanza piccolo, ciò è dovuto notevoli ragioni. Prima di tutto è da notare che le imprese che stabiliscono un periodo esplicito lungo, sono le imprese che operano in un settore “protetto” da brevetti o concessioni, con una incertezza abbastanza bassa e limitata, che permette di compiere delle analisi e previsione abbastanza precise. A differenza di altri settori abbastanza incerti, dove fare delle previsioni a lungo termine è abbastanza difficile se non impossibile.

Resta invece un punto di debolezza e un’area dove apportare miglioramenti l’area della disclosure, in quanto le imprese dedicano poca attenzione a specificare il perché della scelta di un determinato arco temporale. Altro punto di miglioramento può essere identificato nella scelta delle imprese di fissare in alcuni casi un “n” uguale per tutte le CGU e non di fissare un “n” specifico per ogni CGU, ciò potrebbe portare a non cogliere le peculiarità di ogni singola CGU, anche se ciò accade solo nella minoranza dei casi.

#### **4.6 Tasso di attualizzazione.**

Il value in use rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa che l’attività o il gruppo di attività riescono a generare nel tempo. Alla luce di ciò i flussi di cassa devono essere scontati utilizzando un tasso di sconto. La determinazione di tale tasso di sconto è uno degli elementi cruciali per la determinazione del valore recuperabile.

Il principio internazionale non specifica la modalità o la formula analitica con cui calcolare il tasso di attualizzazione. Tuttavia, il principio fornisce indicazioni in merito alle informazioni che devono essere considerate nella determinazione di tale tasso. Infatti, il tasso deve contenere valutazioni in merito al “*valore temporale del denaro*” e “*rischi specifici dell’attività per i quali le stime dei flussi finanziari futuri non sono state rettificate*”<sup>21</sup>. Il tasso deve riflettere il rendimento che un investitore si aspetterebbe se scegliesse un investimento con il medesimo profilo di rischio e medesimi flussi di cassa sia in termini quantitativi che temporali. Il tasso deve essere calcolato facendo riferimento al mercato, in caso contrario l’impresa può far riferimento ad altre tipologie di fonti. Nel principio stesso vengono riportate alcune fonti attraverso le quali è possibile determinare il tasso, si può far riferimento al costo medio ponderato del capitale utilizzando il CAPM o ricorrendo al tasso marginale di finanziamento. Il punto chiave però è che il tasso deve essere rettificato e deve riflettere i rischi specifici dell’attività e del paese in cui la CGU opera. Infine, il principio raccomanda di utilizzare un tasso al lordo delle imposte, in modo tale da non includere il beneficio dello scudo fiscale nel tasso di attualizzazione<sup>22</sup>, lo stesso vale anche per i flussi di cassa che dovrebbero essere considerati al lordo delle imposte. Alla luce dell’analisi svolta sulle imprese facente parti del nostro campione, sono state evidenziate punti di contatto e punti di divergenza tra le scelte delle imprese e le raccomandazioni del principio.

Il principio non sottolinea in modo esplicito la necessità di scegliere un tasso di sconto diverso per ogni CGU o un tasso di sconto medio che deve essere applicato a tutte le CGU. Tuttavia, alla base delle disposizioni che vengono date in merito al calcolo del tasso di sconto si può evincere chiaramente come lo IASB consigli di calcolare un tasso specifico per ogni CGU.

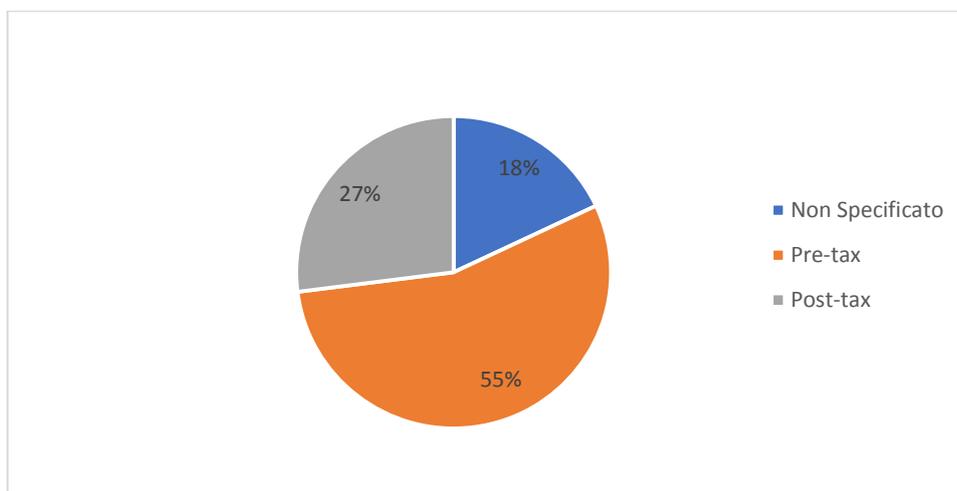
Alla luce di ciò si è analizzato che tipologia di tasso le imprese preferiscono utilizzare, ossia se un tasso specifico per singola CGU o un unico tasso medio che viene applicato a tutte le CGU. Nella maggior parte dei casi le imprese preferiscono utilizzare un tasso diverso da applicare a diverse le imprese, questo accade in oltre il 60% dei casi. Tuttavia, è abbastanza alta il numero di imprese che utilizza un tasso medio per tutte le CGU (circa un terzo), mentre la restante parte delle imprese fornisce diversi valori. Il primo punto analizzato è la fonte dalla quale le imprese hanno preso informazioni

---

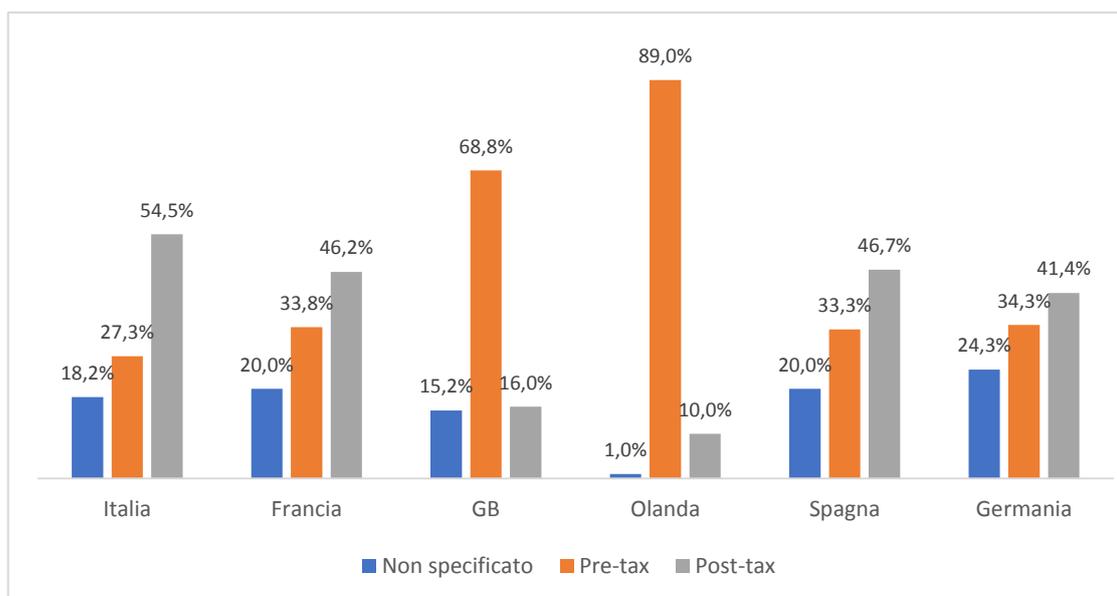
<sup>21</sup> Paragrafo 55, IAS 36

<sup>22</sup> Paragrafo 51, IAS 36

per calcolare il tasso di attualizzazione, e la maggior parte delle imprese ha utilizzato dati provenienti dal mercato e da società specializzate. Sebbene lo IASB, attraverso il principio IAS 36 suggerisce di calcolare un tasso al lordo delle tasse, ma è stato osservato che circa un quarto delle imprese del campione dichiara di utilizzare un tasso di attualizzazione al netto delle tasse. Il grafico seguente ci mostra quanto appena detto:



Tuttavia, come si può evince dal grafico la maggioranza delle imprese utilizza un tasso al lordo delle tasse. Inoltre, è da sottolineare come una percentuale intorno al 20% non specifica il tasso utilizzato. Nel segmento “non specificato” ricadono sia i casi in cui le imprese omettono completamente l’informazione, sia i casi in cui le imprese riportano entrambi i tassi, al lordo e al netto delle tasse, ma non specificano quali dei due utilizzano. Non ci sono differenze significative tra i tassi utilizzati da diverse CGU della stessa azienda. Infatti, in questi casi la scelta è del tasso è omogenea. Le percentuali precedenti si riferiscono a tutto il campione di imprese analizzate nell’EuroStoxx 600, senza distinzioni geografiche o per settore. Però, in seconda battuta è stata effettuata una analisi e un confronto in merito alla tipologia di tasso utilizzato per il calcolo del value in use tra le imprese residenti nei principali paesi dell’Unione Europea. Sono stati considerati sei paesi, tra cui l’Italia, l’Olanda, la Germania, la Francia, la Gran Bretagna e la Spagna, ed è stata condotta una analisi simile a quella precedente, al fine di analizzare se le imprese utilizzano un tasso al lordo delle tasse, al netto delle tasse o se eventualmente omettono o non specificano la tipologia di tasso utilizzato. Il grafico seguente riassume le informazioni relative alle scelte delle imprese:



Analizzando il grafico precedente, notiamo come negli stati in cui la tassazione è più alta, come Francia, Italia, Germania e Spagna le imprese utilizzano un tasso di attualizzazione al netto delle tasse, mentre nei paesi in cui la tassazione è più bassa le imprese preferiscono utilizzare un tasso di sconto al lordo delle tasse. Infatti, ciò può essere giustificato dal fatto che nei paesi in cui l'aliquota fiscale è maggiore, il beneficio fiscale è maggiore e le imprese hanno un incentivo maggiore ad utilizzare un tasso netto. Viceversa, nei paesi in cui l'aliquota fiscale è bassa, l'incentivo ad utilizzare un tasso al netto delle tasse è inferiore.

Altro aspetto che merita attenzione è il livello di disclosure relativo alle ipotesi utilizzate per calcolare il tasso di attualizzazione. Infatti, solo in pochissimi casi sono fornite informazioni in merito alle ipotesi fatte in sede di calcolo, mentre con maggiore frequenza le imprese riportano informazioni relative al tasso privo di rischio e al rischio specifico dell'impresa o del mercato a un livello di dettaglio alto, anche se la percentuale di imprese che presentano una adeguata informativa è ancora bassa e di poco superiore al 20%

Alla luce di ciò, possiamo affermare che il livello di dettaglio delle informazioni fornite dalle imprese non è dei migliori. Il livello di dettaglio è basso, e le informazioni sono abbastanza essenziali. Viceversa, le imprese dedicano maggiore attenzione alla divulgazione di informazioni comparative. Infatti, anche se non tanto dettagliate, una percentuale di poco superiore alla maggioranza (57%) delle imprese forniscono informazioni relative al tasso di sconto e al tasso di crescita utilizzato negli anni precedenti, limitandosi a riportare i valori degli anni precedenti. Tuttavia, se questo può essere identificato come un aspetto positivo, lo stesso non si può dire per la scelta

di alcune imprese di utilizzare un tasso di attualizzazione medio per tutte le CGU, ciò accade in quasi un terzo dei casi (circa il 32%). Questo area rappresenta un'area di assoluto miglioramento, con l'obiettivo di incrementare la qualità del test e il livello dettaglio delle informazioni.

#### 4.6.1 Cost of Equity

Le imprese finanziano gli investimenti e le spese giornalieri aziendali attraverso l'utilizzo di risorse finanziarie. Le risorse che utilizza le imprese per far fronte agli impieghi possono essere di vario tipo, avere un diverso profilo di remunerazione e una scadenza diversa. Nella prassi teoria e contabile, le risorse vengono distinte in due macro-categorie, ossia le risorse apportate dagli azionisti sotto forma di capitale di proprietà e risorse attinte da terzi, ossia chieste sotto forma di finanziamento (mutuo, obbligazioni o altro). Quindi, come abbiamo già spiegato in precedenza, il costo del capitale di una qualsiasi società è calcolato facendo una media ponderata tra il capitale proprio e il cost of equity, dove i pesi ponderati rappresentano la proporzione delle risorse del primo o del secondo tipo. Il costo del capitale di terzi è rappresentato dal tasso di finanziamento, ossia il costo che bisogna corrispondere al finanziatore per avere una somma di denaro in prestito. Tuttavia, il capitale di proprietà non ha un tasso di remunerazione prestabilito -sia esso fisso o variabile-, e soprattutto non è soggetto a restituzione trascorso un determinato periodo. Il tasso di attualizzazione utilizzato per l'impairment test è “*determinato facendo uso di tecniche valutative quale il Capital Asset Pricing Model*”<sup>23</sup>.

Per calcolare il costo del capitale di proprietà ricorriamo al CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), e la formula analitica è la seguente:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Il primo elemento della formula è  $r_f$ , ossia il risk-free rate il tasso di sconto in assenza di rischio, il beta rappresenta il rapporto tra la covarianza del tasso di rendimento del titolo e il mercato, mentre  $r_m$  rappresenta il market risk premium (MPR) ossia “*il ritorno atteso che del portafoglio di mercato completamente diversificato*”<sup>24</sup>.

In tale elaborato si è cercato di analizzare le scelte delle imprese nel momento in cui si trovano a calcolare il costo del capitale di proprietà. Nella prima parte dell'analisi

---

<sup>23</sup> Paragrafo 17, Allegato A, Principio contabile IAS 36

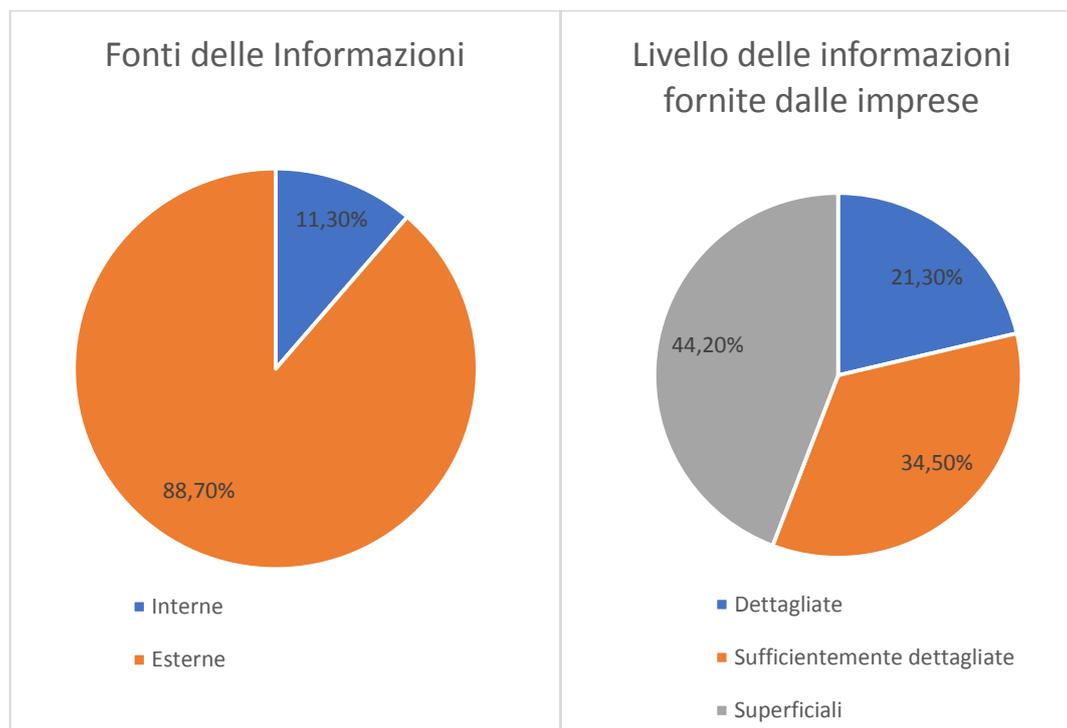
<sup>24</sup> *Market Risk Premium, pag 90, Special Cases of business Evaluation, M.Vulpiani*

abbiamo cercato di analizzare la metodologia utilizzata per calcolare tale costo del capitale. Infatti, esistono diverse varianti del CAPM che permettono di includere fattori di rischio specifici relativi all'area geografica in cui opera l'impresa e/o relativi alla dimensione dell'impresa o altre caratteristiche peculiari. Tuttavia, nella quasi totalità dei casi le imprese hanno calcolato il costo del capitale attraverso l'utilizzo della formula tradizionale del CAPM, non inserendo un fattore ad hoc per il rischio specifico paese, che viene considerato nel market risk premium o nel risk free. Tuttavia, è invece particolare sottolineare se le imprese fanno riferimento a dati provenienti da fonti esterne, quindi dal mercato e/o da un panel di imprese comparabili, oppure calcolano questo costo facendo riferimento a dati provenienti da fonti interne al contesto aziendale. Infatti, anche in questo caso come in precedenza lo IASB non prescrive cosa fare, ma evidenzia come il metodo del CAPM sia un buon punto di partenza per calcolare il tasso di attualizzazione. Alla luce di quanto emerso dallo studio, le imprese e lo IASB vanno nella stessa direzione in quanto le aziende utilizzano i metodi di stima consigliati nel principio.

In merito invece all'utilizzo di fonti interne o fonti esterne per effettuare le stime, è stato osservato che nella maggior parte dei casi le imprese effettuano la stima facendo riferimento a dati e tassi provenienti dal mercato, questo accade in quasi il 90% dei casi. Il fatto di effettuare stime e valutazioni sulla base di dati forniti dal mercato è un aspetto molto positivo, in quanto riduce lo spazio di discrezionalità lasciato alle imprese. Tuttavia, anche in questo caso come evidenziato in precedenza, le imprese dedicano poco tempo a riportare le fonti dove sono stati attinti i dati per calcolare e/o stimare i fattori della formula del CAPM. Infatti, nella maggior parte dei casi le imprese si limitano a riportare semplicemente il singolo valore finale e la formula *“stima effettuata sulla base di market assumption”*, senza dedicare attenzione all'analisi del risk-free utilizzato, come è stato stimato il beta e il market risk premium e una analisi di come potrebbe variare il valore finale al variare di tali valori. Tutto ciò è in linea con quanto detto in precedenza, ossia come solo una percentuale di poco superiore al 20% delle imprese fornisce informazioni dettagliate in merito al tasso di attualizzazione utilizzato e alla sua stima.

Fino ad ora abbiamo parlato dei casi in cui le imprese hanno la facoltà di scegliere se utilizzare o meno i dati provenienti dall'esterno o effettuare la stima facendo riferimento a dati e stime effettuate dal management. Tuttavia, ci sono dei casi in cui le aziende sono obbligate ad effettuare la stima utilizzando dei parametri stimate da

organizzazioni esterne, è il caso del settore dell'energia o di settori altamente sensibili e regolamentati.



#### 4.6.2 Determinazione $\beta$

La formula del CAPM permette di calcolare il *cost of equity* di una determinata azienda. Nella formula esposta in precedenza possiamo osservare la presenza di due membri. Il primo è il risk-free e il secondo è il market risk premium. Il primo rappresenta la rischiosità sistemica del mercato, mentre il secondo termina permette di calcolare la rischiosità specifica dell'impresa o di un determinato investimento. Uno degli elementi chiave che permette di calcolare il rischio specifico dell'impresa è il beta. Il beta rappresenta il *“coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato”*<sup>25</sup>. E si esprime attraverso la formula matematica data *“dal rapporto tra la covarianza del rendimento di un'attività i-esima con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato”*<sup>26</sup>. Il beta può essere levered e unlevered, a seconda se rispecchia o meno la rischiosità specifica dell'impresa in relazione alla struttura degli impieghi.

Il principio IAS 36 non si esprime in merito al beta da utilizzare e la struttura

<sup>25,23</sup> Definizione del Beta, Glossario Borsa Italiana  
<sup>26</sup>

finanziaria che deve essere utilizzata per calcolare il costo del capitale di proprietà. Sulla base delle scelte compiute dall'azienda, notiamo che nella maggior parte dei casi, quasi il 90% dei casi, le imprese utilizzano un beta proveniente da un panel di imprese comparabili. E conseguenza di ciò la struttura finanziaria utilizzata dalle imprese è una struttura media o target. Tale pratica non è assolutamente nuova, infatti in molti settori per effettuare delle stime sul costo del capitale di proprietà e di conseguenza sul beta vengono presi come riferimento un gruppo di imprese comparabili. Tuttavia, la scelta di prendere dei dati dal mercato è positivo e riduce lo spazio di discrezionalità del management, però si potrebbe rischiare di sottovalutare il rischio specifico di una azienda. Infatti, potrebbe capitare che di utilizzare un beta o una struttura finanziaria che non riflette al meglio il livello di rischio dell'investimento. In aggiunta, in merito al beta e alla struttura finanziaria utilizzata l'informazione fornita è generalmente essenziale, non vengono quasi mai identificate le comparabili e/o le aziende di riferimento, e soprattutto nella maggioranza dei casi le imprese by-passano di riportare tali informazioni inserendo solo il valore finale del tasso di attualizzazione, ciò conduce alla constatazione che il livello di informazione e di dettaglio è basso.

In precedenza, abbiamo visto come le imprese possono decidere di optare per un unico tasso di sconto per tutte le CGU, o utilizzare tassi diversi a seconda delle diverse CGU presenti in aziende. Con la stessa logica le imprese compiono le scelte in merito al beta e al cost of equity. Come già evidenziato in precedenza per il tasso di attualizzazione e il cost of equity, ci sono imprese che non effettuano la valutazione del beta e nemmeno la calcolano facendo riferimento a un paniere di imprese comparabili, ma il beta è calcolato da autorità di settore, è il caso di imprese che operano in settori sensibili come quello delle Utilities o dell'energia. In tali casi il livello di dettaglio dell'informazione è maggiore, raggiungendo un livello sufficiente.

Alla luce dell'analisi delle scelte che compiono le imprese in merito al beta, non emergono divergenze e correlazioni significative tra imprese appartenenti a settori e aree geografiche diverse.

#### **4.6.3 Analisi delle scelte relative al Market Risk Premium e Risk-free rate**

Nel calcolo del costo del capitale di proprietà due fattori chiave sono il Market risk premium e risk-free rate. Tali due elementi rappresentano due fattori di rischio diversi. Il primo il risk-free rate rappresenta il tasso di rendimento di un investimento privo di rischio. Incorpora principalmente le dinamiche dell'inflazione, e soprattutto il

valore temporale della moneta. Tale tasso non è così facile da calcolare, allo nella prassi teorica si fa riferimento al tasso di interesse applicato per i titoli di stato.

Il risk-free è non è altro che *“il premio al rischio di mercato (market risk premium), che rappresenta la misura in cui il rendimento del portafoglio di mercato è superiore al rendimento risk-free, ove per portafoglio di mercato si intende il portafoglio che comprende tutte le attività di mercato”*<sup>27</sup>. Quindi, tale fattore moltiplicato per il beta permette di calcolare la rischiosità specifica dell’investimento. Di conseguenza, se il beta è maggiore dell’unità il tasso di rendimento dell’investimento è maggiore del rendimento del portafoglio di mercato, ma è anche più rischioso, e viceversa se il beta è inferiore ad uno il tasso di rendimento e il profilo di rischio della specifica attività è minore del rendimento del portafoglio di mercato.

In merito al tasso risk-free è stato riscontrato che la totalità delle imprese fa riferimento al tasso di rendimento dei titoli di stato. Tuttavia, solo in una percentuale di poco superiore al 10% dei casi sono riportate informazioni in merito alle modalità con cui vengono calcolati i rendimenti medi dei titoli di stato, il periodo di riferimento e la frequenza dei rendimenti utilizzati per il calcolo.

È da specificare che non sempre è possibile analizzare se le imprese utilizzano lo stesso tasso risk-free per tutte le CGU, quindi se fanno riferimento o meno allo stesso contesto geografico. Infatti, se le imprese utilizzano un solo tasso medio per tutte le CGU dell’azienda, in questo caso il tasso risk-free potrebbe far riferimento al paese in cui ha sede l’azienda. Viceversa, se le imprese utilizzano diversi tassi di attualizzazione per le diverse CGU aziendali, per calcolare il tasso di rendimento privo di rischio dovrebbero far riferimento al paese dove principalmente opera la CGU. Tuttavia, le imprese solo in una percentuale di poco superiore al 20% dei casi riporta queste informazioni in maniera dettagliata. Nella maggior parte dei casi si limitano solo a scrivere che per il tasso risk-free fanno riferimento al paese in cui opera l’azienda o CGU, oppure un paese target.

Il market risk premium è l’altro elemento considerato per calcolare il costo of equity. Tale tasso viene nella quasi totalità dei casi preso facendo riferimento alle comparabili, come accade per il beta. Nella quasi totalità dei casi il market risk premium viene “corretto” per tener conto del rischio specifico del paese in cui opera la CGU e/o il rischio dimensionale legato alle caratteristiche dell’azienda o della CGU. Nella

---

<sup>27</sup> Capital Asset Pricing Model, Glossario della Borsa Italiana

maggior parte dei casi il market risk premium viene preso facendo riferimento alle caratteristiche specifiche della CGU, in alcuni casi, alcune aziende dichiarano anche di far riferimento all'elaborazioni di Damodaran e di Sverrisson. Tuttavia, il livello di informazione è molto simile a quello del risk-free rate, ossia solo in pochi casi le aziende effettuano una adeguata disclosure sui parametri utilizzati.

Non si evidenziano particolari correlazioni nella scelta del tasso di privo di rischio e del market risk premium. Tuttavia, in alcuni casi dove le imprese continuano a scegliere solo un solo tasso per tutte le CGU è anche in questo caso è una scelta abbastanza discutibile e che potrebbe portare ad errate valutazioni. Infatti, in merito al risk-free le imprese potrebbero far riferimento a paesi e aree geografiche con rendimenti più bassi, in tal modo il cost of equity e di conseguenza il tasso di attualizzazione sarebbero minori e il valore recuperabile calcolato attraverso il risk-free risulterebbe maggiore.

Non ci sono quasi mai riferimenti invece in merito arco temporale in base al quale sono calcolati i valori. Infatti, le informazioni in buona parte delle imprese possono essere considerate poco soddisfacenti, rimangono numerosi spazi incompleti in quanto le imprese il più delle volte non specificano quali sono le imprese che vengono considerate nel panel delle comparabili per la stima di alcuni valori, e altre informazioni relative alle stime. Invece, facendo riferimento invece al market risk-premium le imprese descrivono la logica della stima (rischio specifico mercato, o CGU), ma non ci sono ulteriori indicazioni in base alle ipotesi fatte dai valutatori e i parametri utilizzati dalle imprese per effettuare le stime.

#### **4.7 Terminal Value**

L'impresa è una organizzazione che opera nel mercato in un'ottica temporale indefinita. Infatti, tranne in casi particolari, le imprese non hanno un termine prefissato in cui le attività aziendale cesseranno, ma operano in una ottica di continuità. Tale principio di continuità aziendale deve essere considerato nel momento in cui vengono valutate le attività aziendali o un complesso di attività. Per tale motivo, nel calcolo del value in use attraverso la formula del DCF è presente un fattore che tiene presente il fatto che l'impresa continua a generare flusso di cassa. Infatti, il "*terminal value*" è un fattore che raccoglie il valore attuale dei flussi di cassa che una impresa, una CGU o una attività genereranno nell'arco temporale successivo agli anni del piano. Tuttavia,

come accaduto già per gli altri fattori della formula, non tutte le imprese calcolano tale valore terminale allo stesso modo.

Nel campione oggetto della nostra analisi abbiamo identificato diverse metodologie di calcolo del terminal value. In primis è da specificare che nella quasi totalità dei casi le imprese effettuano una stima dei flussi di cassa all'infinito, tranne in casi particolari. Infatti, le imprese che operano in settori soggetti a concessione (autostradale, settore energetico), o i settori in cui in alcuni casi le imprese operano attraverso l'utilizzo di brevetti non contemplano la presenza di un valore terminale ed effettuano la valutazione del valore recuperabile fino alla durata della concessione o del brevetto. In tali situazioni notiamo periodi espliciti abbastanza lunghi, anche oltre a venti anni, e l'assenza del periodo infinito. Tale modalità di stima è abbastanza affidabile e sicura, in quanto le imprese calcolano il valore recuperabile attraverso i flussi di cassa fino a termine della concessione, ossia solo per il periodo in cui sono particolarmente sicuri di riuscire a generare flussi di cassa.

Oltre nei pochissimi casi in cui il valore temporale non viene calcolato (inferiore al 15% dei casi), nella stragrande maggioranza dei casi le imprese effettuano la stima per un periodo indeterminato. Tuttavia, è utile ripetere che il terminal value comprende i flussi di cassa che vanno da  $n+1$  a infinito, dove  $n$  rappresenta l'ultimo anno del periodo esplicito. Nella prassi teorica tale valore è calcolato utilizzando il flusso di cassa dell'ultimo anno del periodo esplicito però normalizzato, utilizzando lo stesso tasso di crescita e lo stesso tasso di attualizzazione del periodo esplicito. Tuttavia, nel principio IAS 36 e nella prassi generale è consigliato di controllare le ipotesi fatte nel periodo esplicito per tasso di crescita e tasso di attualizzazione e testare se tale ipotesi possono essere estese anche al periodo "terminal", evitando di sopravvalutare il terminal value spinti da valutazioni e risultati ottimistici di breve periodo e difficilmente sostenibili nel lungo periodo, ma ciò poche volte avviene.

In primis le imprese effettuano il calcolo in modi differenti. Sebbene gran parte delle imprese effettui il calcolo seguendo il modello teorico, una piccola minoranza usa metodologie differenti. Qualche azienda (di poco superiore al 10%) utilizza semplicemente dei multipli e il terminal value è il risultato del prodotto tra l'Ebit dell'ultimo anno o il flusso di cassa dell'ultimo anno del periodo esplicito e un fattore di moltiplicazione (multiplo) calcolato dalle imprese. Altre imprese utilizzano metodologie standard e molto simili al modello teorico del DCF.

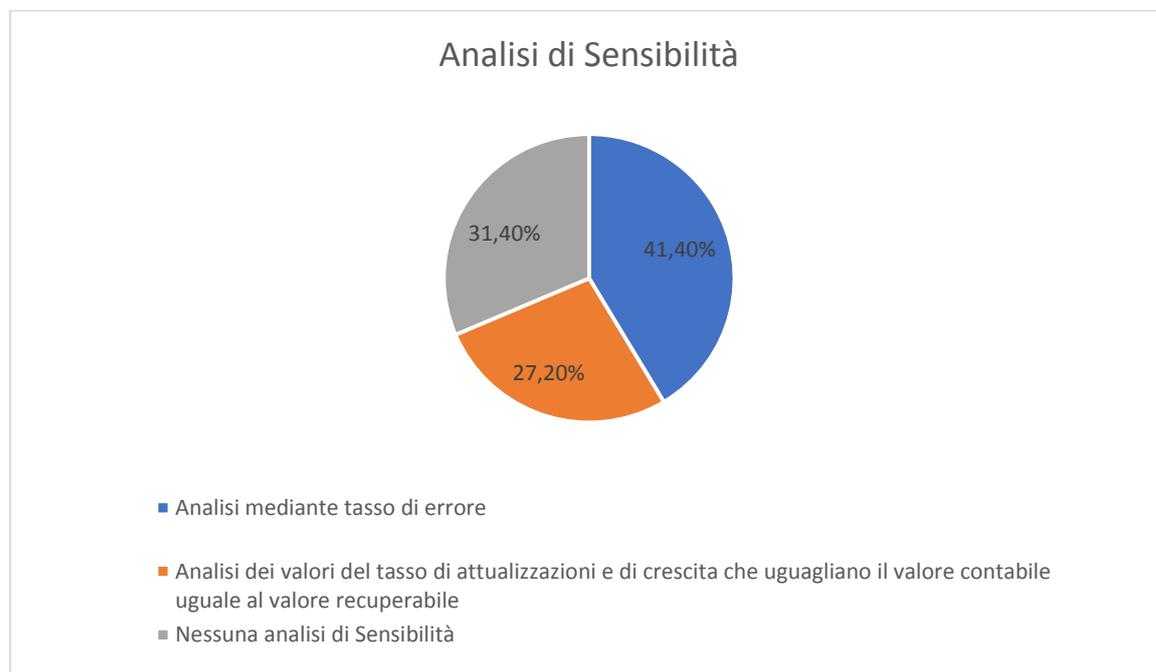
La situazione invece appare abbastanza chiara sul versante delle ipotesi, infatti in quasi nessun caso le imprese modificano le ipotesi dal periodo esplicito al terminal value. Infatti, in nessun caso le imprese hanno modificato e/o adeguato il tasso di attualizzazione al terminal value, e solo in pochi casi è stato modificato il tasso di crescita tra i due periodi. Tale situazione rappresenta un'area che necessita sicuramente un intervento, insieme alla già citata area di disclosure delle informazioni in merito alle ipotesi fatte per l'impairment test. Infatti, è difficile talvolta riuscire a mantenere costanti le ipotesi anche nel lungo periodo, sarebbe più logico prevedere una analisi di lungo periodo che tenga conto di diversi scenari. In parte questo già viene fatto attraverso l'analisi di sensitività fatta a valle dell'impairment test. Tuttavia, come vedremo nel prossimo paragrafo, tale analisi nella maggior parte dei casi non è esaustiva e non è bastevole per rappresentare cosa accade in varie situazioni.

#### **4.8 Analisi di Sensitività**

Abbiamo più volte sottolineato durante l'elaborato che le imprese per effettuare l'impairment test devono stimare una serie di valori, e la base per queste stime, oltre a dati provenienti dal mercato, è rappresentata da ipotesi e assunzioni. Tale livello di incertezza abbraccia sia variabili "esterne" all'organizzazione, come il tasso di crescita e il tasso di attualizzazione, sia variabili interne all'impresa come i flussi di cassa. Abbiamo anche evidenziato come le informazioni relative alle ipotesi effettuate dalle imprese non sono fornite in maniera chiara dalle imprese, lasciando un alone di mistero sulle determinanti della scelta e su come potrebbero variare tali valori al variare delle ipotesi o assunzioni di base. Tuttavia, tale incertezza potrebbe essere chiarita dall'analisi di sensitività che le imprese effettuano e riportano a bilancio nella sezione dedicata all'impairment test.

Le quasi totalità delle imprese facente parti del nostro campione ha riportato informazioni relative all'analisi di sensibilità. Tuttavia, non tutti hanno riportato allo stesso modo le informazioni. Infatti, in alcuni casi (circa un quinto dei casi) le imprese hanno totalmente omesso o glissato le informazioni relative all'analisi di sensitività, limitandosi semplicemente a riferire che i valori recuperabili sono ampiamente superiori ai valori iscritti a bilancio, quindi non è necessaria effettuare una analisi di sensibilità, ma questo è accaduto solo in un quinto dei casi. Le imprese che hanno fornito le informazioni, lo hanno fatto in modo diverso ed utilizzando diverse

metodologie per effettuare l'analisi. Il grafico riassume le evidenze sorte durante il test:



Nella maggior parte dei casi, una percentuale di poco superiore al 40%, le imprese hanno semplicemente riportato un fattore di errore ( $\pm 2\%$  o  $\pm 5\%$ ) che può modificare in positivo e/o in negativo il tasso di crescita e il tasso di attualizzazione, riscontrando quasi mai analisi di sensibilità per altri fattori. Invece, nella restante percentuale dei casi (poco inferiore al 30%), il valutatore ha preferito calcolare il valore del tasso di attualizzazione e tasso di crescita che fanno sì che il valore recuperabile e il valore contabile diventino uguale, segnando una sorta di limite da tenere oltre il quale si registra una perdita di valore. Tuttavia, questa ultima fattispecie accade con meno frequenza rispetto a quella precedente. Infatti, nella maggior parte dei casi le imprese preferiscono effettuare l'analisi utilizzando il tasso di errore da applicare al test.

Come si può facilmente osservare, una analisi di questo tipo non riesce a rappresentare al meglio cosa accade ai valori quando variano le ipotesi. Tuttavia, il problema non è a valle, ossia relativo all'analisi di sensibilità, ma è da riscontrare a monte. Infatti, più volte abbiamo sottolineato come le imprese omettono sistematicamente riferimenti e spiegazioni in merito alle ipotesi e alle assunzioni fatte in sede di valutazione. Quindi, è quasi improbabile che le imprese facciano riferimenti specifici alle singole ipotesi nell'analisi di sensibilità, se appunto non hanno specificato le ipotesi in precedente. A ciò va aggiunto anche il fatto che le imprese, nella maggioranza delle situazioni, effettuano una analisi di sensitività in generale, e non facendo riferimento alle singole

ipotesi fatte per singola CGU. In tali casi, una analisi di sensitività generale rappresenta un punto di debolezza, in quanto l'informazione sarebbe inevitabilmente poco significativa, rispetto al valore che avrebbero le informazioni se l'analisi fosse effettuata per singola CGU.

Alla luce di quanto emerso si può facilmente evidenziare la carenza di informazioni specifiche in merito a tale tematica. Tale carenza non è da sottovalutare, in quanto queste informazioni sono molto importanti per capire quanto i valori siano esposti a repentini cambi delle ipotesi fatte in sede di stima. Un adeguato livello di informazione in merito all'analisi di sensibilità aumenterebbe l'utilità del test per l'utilizzatore finale. Infatti, per assurdo ad un investitore finale o colui che legge le risultanze del test ed effettua delle valutazioni, potrebbe interessare più cosa succede al valore recuperabile quando le ipotesi o le assunzioni fatte in sede di valutazione variano che conoscere semplicemente e solamente il valore. Infatti, queste informazioni permetterebbero all'investitore di farsi una idea e valutare il profilo di rischio dell'investimento. In aggiunta, queste informazioni andrebbero a soddisfare la richiesta di disclosure e la necessità di veicolare le informazioni al mercato esterno tanto sottolineata dallo IASB.

#### **4.8 Tasso di Crescita**

Uno degli elementi principali da stimare per il calcolo del terminal value è il tasso di crescita. A differenza del tasso di attualizzazione, per il tasso di crescita lo IAS 36 detta una disciplina più dettagliata. Nello IAS 36 vengono descritte le caratteristiche che deve avere il tasso di crescita sia nel periodo esplicito che nel terminal value. Secondo il principio, il tasso di crescita deve essere *“stabile o in diminuzione, meno che un tasso crescente possa essere giustificato.”*<sup>28</sup>.

Il tasso di crescita viene utilizzato in modo differenti nei due periodi. Infatti, mentre nel terminal value il tasso di crescita è legato al flusso di cassa normalizzato attraverso la formula di Gordon, nel periodo esplicito la situazione è diversa. Nel periodo esplicito invece, il tasso di crescita è utilizzato per stimare ulteriori anni oltre quelli già stimati attraverso il piano strategico, tale tasso deve essere stabile per tutti gli anni in cui si effettuano le previsioni. Quindi può capitare di avere un periodo esplicito di cinque anni dove tre anni sono calcolato tramite il piano strategico-industriale, mentre

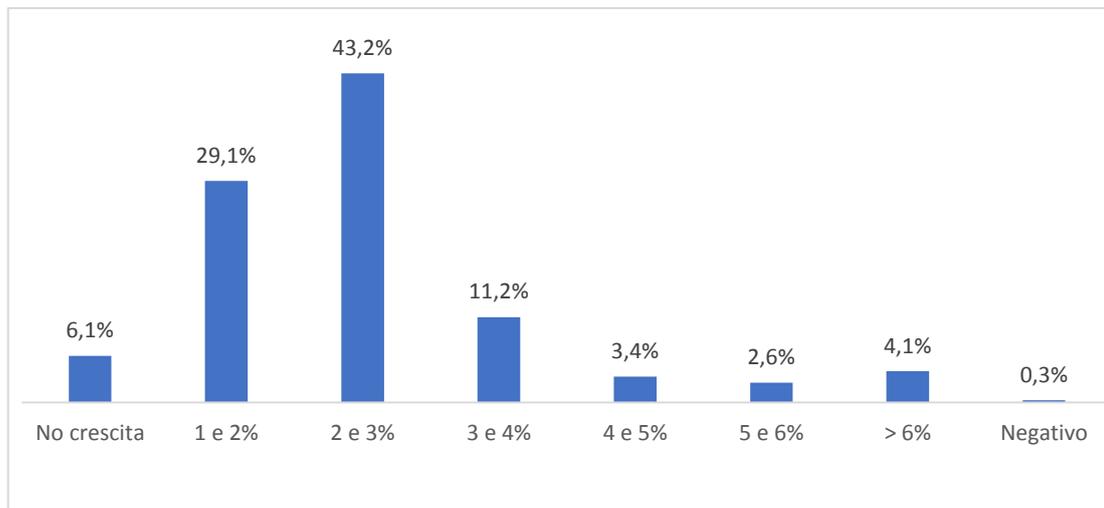
---

<sup>28</sup> Paragrafo 33, Ias 36

altri due anni sono calcolati utilizzando il tasso di crescita.

Lo IASB prevede anche la possibilità di utilizzare un tasso di crescita negativo o pari a zero, ma i motivi devono essere debitamente giustificati.

Tutte le aziende, che hanno utilizzato un tasso di crescita maggiore di zero, hanno specificato che il tasso di crescita è in linea con l'inflazione attesa nel lungo periodo e non supera il tasso di crescita medio atteso nel determinato settore e/o mercato in cui operano. Sulla base del campione analizzato, è emerso che il tasso di crescita medio applicato dalle aziende è uguale al 2%. Il grafico seguente rappresenta un riassunto delle scelte effettuate dalle imprese in merito al tasso di crescita:

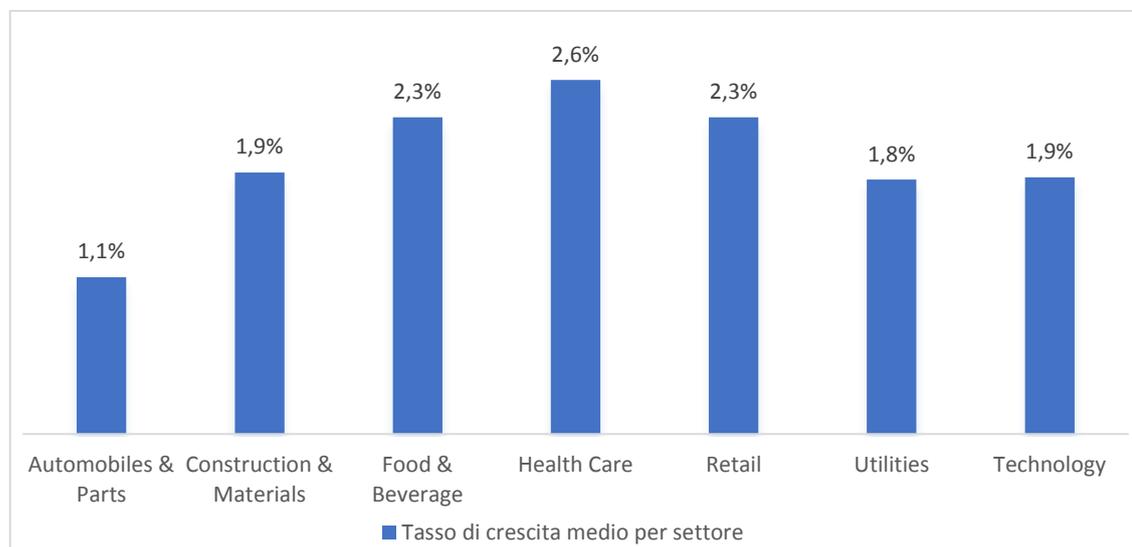


Dal grafico si evince come in oltre un terzo dei casi le imprese adottano un tasso di crescita specifico per ogni CGU, in modo da poter catturare le specificità degli asset e del mercato in cui operano. Una piccola percentuale inferiore al 10% utilizza un tasso di crescita pari a zero, ma la scelta non è compiuta in maniera sistematica da imprese di un determinato settore o di un determinato mercato.

Attenzione particolare invece meritano i tassi di crescita negativi e superiori al 6%. Infatti, tali tassi sono utilizzati dalle imprese che operano nei mercati tramite l'utilizzo di brevetti o concessioni, è il caso dei settori del health care e delle Utilities. In tali settori il tasso di crescita è giustificato dal fatto che la protezione del brevetto sta per terminare e quindi i livelli di fatturato caleranno drasticamente, mentre i tassi di crescita elevati sono giustificati dal fatto che le imprese sono nei primi anni di utilizzo del brevetto, conseguenzialmente prevedono una rapida diffusione del brevetto e un conseguente aumento del livello delle vendite.

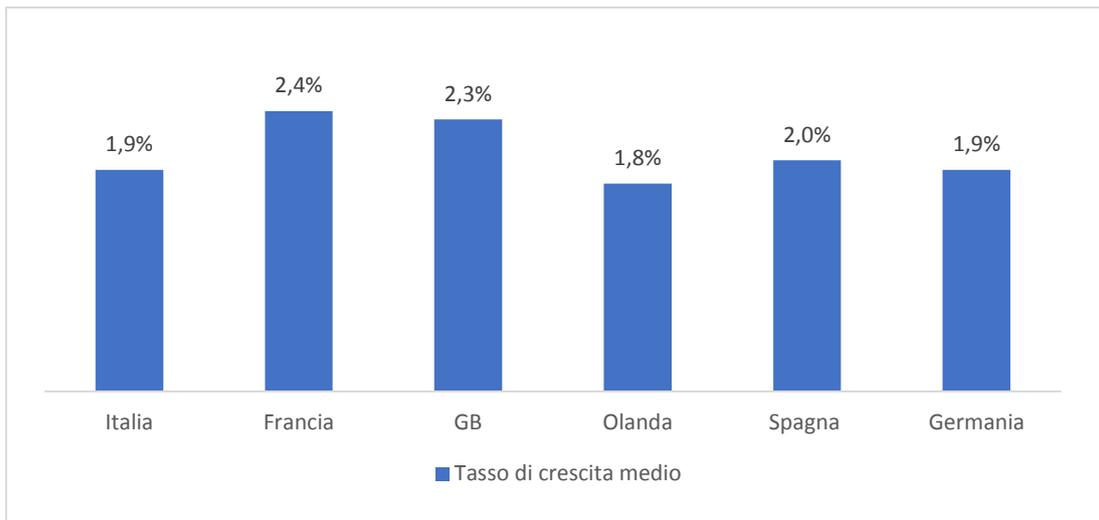
Successivamente è stata effettuata una analisi relativa al tasso medio di crescita relativo ai principali settori industriali. I risultati sono tutti in linea tra di loro, e i settori a maggiore crescita, sono i settori legati al health care e al Food&Beverage. Il settore

che registra il tasso di crescita inferiore è il settore industriale relativo alle automobili, con un tasso di poco superiore all'1%. Tale tasso, anche se molto diverso dagli altri, è in linea con le previsioni macroeconomiche fatte dagli istituti specializzati, che sottolineano la situazione di quasi stagnazione di tale settore.



Successivamente è stata effettuata una analisi dei tassi di crescita per i principali paesi europei. Tuttavia, prima di analizzarne i risultati, dobbiamo analizzare e fare riferimento ai differenti tassi di crescita tra i paesi sviluppati, dove la domanda è abbastanza matura, e i paesi in via di sviluppo. Infatti, nei paesi in via di sviluppo il tasso di crescita raggiunge in molti casi la doppia cifra, e in tutti i casi analizzati il tasso di crescita di tali paesi è maggiore del tasso di crescita dei paesi sviluppati. Tale fenomeno è il medesimo di quello riscontrato per il tasso di attualizzazione, con tassi molto più alti nei paesi in via di sviluppo che in quelli sviluppati. Tale scelta è sicuramente logica e giustificata dalle differenze nella dinamica della domanda tra i differenti paesi, ma il punto interrogativo importante è capire se è giusto supporre tassi di crescita elevati per tutto il terminal value. Infatti, è stato ampiamente dimostrato che il tasso di crescita ha una funzione decrescente, quindi nel lungo periodo il tasso di crescita decresce e si attesta sui livelli di quello dei paesi sviluppati. Quindi la questione cruciale è capire se questi tassi elevati sono perseguibili per tutto il lungo periodo.

Ritornando all'analisi del livello dei tassi sviluppati, si evince come la situazione sia abbastanza equilibrata. In grafico seguente riassume la situazione per i principali paese europei:

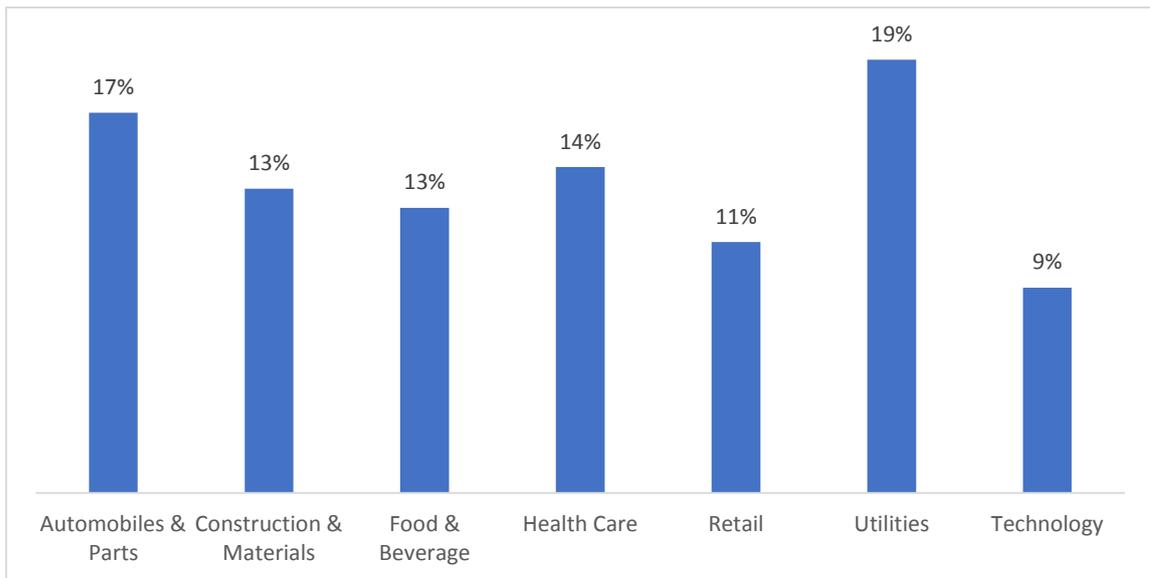


Dal grafico notiamo come il tasso di crescita è più basso nei come Italia, Olanda e Germania, ma i motivi sono diversi. Tuttavia, i tassi medi sono in linea tra di loro, evidenziando una situazione abbastanza chiara e in linea con le aspettative di crescita di lungo periodo dei paesi. Infatti, se si confrontano tali tassi con le stime di crescita fatte dall'OCSE<sup>29</sup> per i paesi dell'Unione Europea, notiamo che i valori sono abbastanza omogenei.

In merito all'analisi e allo studio delle dinamiche del tasso di crescita, è stata dedicata attenzione ai casi in cui le imprese fissano il tasso di crescita pari a zero. Infatti, come anticipato in precedenza, le imprese possono scegliere, motivandone i motivi, di fissare un tasso di crescita nulla. Si è cercato di analizzare la percentuale media di imprese che hanno deciso di avallare tale ipotesi. Le imprese sono state segmentate in base al paese in cui risiedono legalmente, e l'analisi ha riguardato i principali paesi europei. Tuttavia, non sono emersi risultati altamente divergenti dalle dinamiche macroeconomiche europee.

L'analisi della percentuale di imprese che fissano il tasso di crescita pari a zero è stata ripetuta, ma effettuato una segmentazione basata sui principali sotto-settori industriali del nostro campione. Il grafico seguente mostra le evidenze sorte:

<sup>29</sup> Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico



Tale tipologia di analisi fornisce risultati più interessanti rispetto alla segmentazione per nazioni. In particolare, possiamo evidenziare come nel settore “*automobiles & parts*” e in quello “*Utilities*” abbiamo una maggiore percentuale di imprese che fissa un tasso di crescita nullo. Nel settore utilities il discorso è legato alle caratteristiche specifiche che rendono critico tale settore. Invece, la maggiore percentuale del settore “*automobiles & parts*” è giustificata dal fatto che il settore è una fase di stagnazione e crescita lenta, quindi le imprese preferiscono cautelarsi fissando un tasso di crescita basso o nullo, come sottolineato anche in precedenza nell’analisi dei tassi di crescita medi di settore. Invece, per i restanti settori la situazione è abbastanza omogenea, con una percentuale di imprese che oscillano dall’ 11% al 14%.

Come si poteva facilmente immaginare il settore con il minor numero di imprese che fissa un tasso di crescita nullo è quello *technology*, con un tasso del 9%.

A valle di questa analisi sul tasso di crescita si può evidenziare come i punti di forza siano relativi alla scelta fatta da alcune aziende del campione di fissare tassi di crescita specifici per ogni CGU, anche se una buona fetta di imprese opta per un tasso medio per tutte le CGU (un quarto delle imprese del campione). Molto positivo il livello di informazione fornito dalle imprese in merito alle scelte del tasso di crescita applicato. Unico punto aspetto da migliorare e che ci lascia qualche dubbio è relativo alle imprese che fissano tassi di crescita superiori al 3%. In questi casi, come stabilito anche dal principio dello IASB, il management e/o il valutatore devono giustificare i motivi della scelta. Tuttavia, in pochi casi le imprese giustificano adeguatamente tale scelta, lasciando dubbi sulla possibilità o no di riuscire a perseguire tali risultati in futuro. Questa necessità di giustificazione di un tasso di crescita superiore al tre percento è

ancora più accentuata quando, come accade nella quasi totalità delle imprese del nostro campione, le imprese non modificano le ipotesi e le stime sul tasso di crescita e sul tasso di attualizzazione tra il periodo esplicito e il periodo che tende all'infinito. Tuttavia, è da sottolineare come la maggior parte delle imprese utilizzano un tasso di crescita quasi sempre inferiore al 3%, imputando la crescita solo all'inflazione e il semplice aumento nominale dei prezzi, ossia si limitano a considerare una crescita del fatturato e/o dei flussi di cassa solo di tipo nominale.

## ***Capitolo V: Confronto delle scelte per le variabili dell'impairment test tra i diversi settori industriali.***

Fino ad ora abbiamo effettuato una analisi in generale sulle scelte che effettuano le imprese in merito alle variabili del impairment test e la qualità dell'informazione e della disclosure fornita. In tale capitolo l'obiettivo è quello di analizzare la dinamica delle scelte nei diversi settori a cui le imprese del nostro campione appartengono. L'attenzione sarà focalizzata sui principali settori industriali a cui appartengono la maggior parte delle imprese del settore, tra cui il settore del "Real Estate", il settore "Automotive" e il settore delle "Utilities". Successivamente, si procederà ad analizzare e confrontare le scelte che compiono le imprese sulla base delle diverse aree geografiche in cui risiedono le CGU. L'obiettivo in questo caso sarà quello di sottolineare eventuali differenze che sussistono dalle valutazioni fatte in paesi sviluppati rispetto a quelli non sviluppati, e analizzare le differenti scelte in merito ai fattori di rischio geografico che effettuano le imprese.

### **5.1 Analisi settore del Real Estate.**

Come abbiamo accennato in precedenza, uno dei settori che diverge dalla gran parte scelte che compiono la maggioranza delle imprese è il settore del Real Estate. Le differenze sono importanti, in primis relative al valore utilizzato per calcolare il valore recuperabile di CGU e/o delle attività che compongono il patrimonio aziendale, successivamente le differenze alle modalità con cui le imprese decidono di calcolare il valore recuperabile.

Nel capitolo precedente abbiamo visto come nella maggior parte dei casi, una percentuale superiore all'80%, le imprese utilizzano il value in use come parametro per calcolare il valore recuperabile di un bene, mentre la restante parte identifica il fair value come valore recuperabile. Tuttavia, nel capitolo precedente non abbiamo investigato su quali imprese fanno parte della prima e della seconda categoria. Nella prima categoria rientrano quasi tutte le imprese, non ci sono differenze geografiche e/o correlazioni particolari in merito a tale scelta. Tuttavia, è stato osservato che la restante parte di imprese che effettua l'impairment test utilizzando il fair value sono principalmente imprese del settore immobiliare. La ragione di tale scelta da parte di queste imprese è dovuta al fatto che per il settore immobiliare esiste un mercato molto sviluppato, e è facilmente possibile riuscire ad operare un confronto con le transazioni

avvenute nel mercato. Infatti, anche se il principio IAS consiglia di basare la stima su un accordo vincolante tra due parti, le imprese effettuano la valutazione facendo riferimento alle transazioni avvenute nel mercato, metodo molto più sicuro e veloce.

In precedenza, in merito all'analisi del valore utilizzato abbiamo stimato come le imprese in più dell'80% dei casi effettuava il calcolo del valore recuperabile facendo riferimento solo ad uno tra il value in use e il fair value, mentre la restante parte del campione (superiore al 10%) calcolava il valore recuperabile utilizzando entrambi i valori. Quest'ultimo fenomeno accade con una percentuale maggiore nelle imprese del settore "immobiliare" o Real estate rispetto alle imprese degli altri settori. Infatti, le imprese di tale settore per calcolare il valore recuperabile di una attività operavano il confronto tra il fair value a prezzi di mercato e il value in use. In questo caso il value in use veniva calcolato sempre attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa, ma i flussi di quasi in questo caso erano rappresentati dai possibili introiti che si potevano ottenere dando l'immobile in locazione. All'interno dello stesso settore si è cercato di analizzare il perché imprese scelgono una metodologia e invece altre ne scelgono una differente. Tuttavia, alla luce delle informazioni fornite dalle imprese non è stato possibile riuscire a spiegare i motivi di tale differenza.

Successivamente è stato analizzato il tasso di crescita del settore immobiliare in modo da poterlo confrontare con il tasso di crescita medio degli altri settori e della zona euro. Il tasso di crescita utilizzato, nel caso in cui le imprese facessero riferimento anche al value in use per il calcolo del valore recuperabile, è compreso tra l'1% e 2% in linea con le stime di crescita del settore in generale e della zona euro.

Insistendo ad analizzare le dinamiche di tale settore, non sono state evidenziate ulteriori particolarità degne di osservazione. Tuttavia, è da sottolineare come il livello di disclosure in tale settore è superficiale. Infatti, le imprese il più delle volte si limitano a riportare solo alcune informazioni in relazione al metodo utilizzato per il calcolo del fair value e/o del value in use. Il più delle volte, per il calcolo del fair value non vengono riportate informazioni in merito al mercato utilizzato come riferimento per effettuare le stime, l'arco temporale delle misurazioni utilizzate per valutare le attività. Lo stesso discorso vale anche per le informazioni relative al calcolo del value in use, in quanto le informazioni sono superficiali e nella minoranza dei casi raggiungono un livello soddisfacente di disclosure.

L'informativa relativa al tasso di crescita si limita semplicemente a poche righe in cui

viene specificato che il tasso di crescita non supera quello previsto nel lungo periodo nel settore, e che lo stesso incorpora il valore temporale della moneta e l'inflazione.

Evidenze settore Real Estate	
Valore prevalentemente utilizzato per l'impairment test	Fair Value
Metodo utilizzato per il calcolo del Fair Value	Riferimento ai prezzi di mercato
Tasso di crescita	In media tra 1-2%
Livello disclosure	Basso

## 5.2 Analisi settori con business soggetti a concessioni e brevetti.

Nella maggior parte dei casi le imprese operano in settori mediamente regolamentati, dove le imprese possono liberamente entrare ed uscire da mercati. Tuttavia, ci sono dei settori, soprattutto legati al mondo delle utilities e dell'energia in cui le imprese possono operare nel mercato solo se sono in possesso di una concessione. Un esempio può essere fornito facendo riferimento al settore delle concessioni energetiche e/o autostradali. Infatti, le imprese che gestiscono le autostrade non sono proprietarie dell'infrastruttura, il proprietario della costruzione è lo Stato che la dà in concessione a una società privata che la gestisce. Nella fattispecie di tale tipologia di business sono molti i fattori che divergono dalle scelte medie effettuate dalle imprese.

Primo elemento importante di divergenza è la durata del periodo esplicito e del terminal value. Infatti, una delle caratteristiche chiave delle concessioni è che il periodo esplicito molte volte è superiore ai 5 anni consigliati dallo IAS e coincide con gli anni residui della concessione. Tuttavia, per le concessioni che superano un certo numero di anni le imprese decidono di effettuare la valutazione secondo il metodo classico. In tale ottica il livello di informazione in questi casi è nettamente maggiore, in quanto le imprese specificano con un buon livello di dettaglio il perché di una determinata scelta.

Anche il terminal value è influenzato dalle dinamiche di settore. Infatti, in alcuni casi il terminal value non viene considerato e il value in use viene calcolato facendo riferimento solo ai flussi di cassa del periodo esplicito. Tuttavia, nella maggior parte dei casi (il 63%) il value in use viene considerato e viene calcolato facendo riferimento alla formula del DCF con il terminal value. Tuttavia, in alcuni casi (di poco superiore al 10%) alcune imprese hanno calcolato il terminal value utilizzando multipli Equity

Value/RAB ed Equity Value /EBITDA del medesimo settore di attività. Se in precedenza evidenziamo un miglioramento del livello di disclosure rispetto a quello medio, in questo caso non evidenziamo particolari miglioramenti nei livelli di disclosure. Infatti, i valutatori si limitano a riportare le informazioni essenziali, limitandosi poche volte a specificare il perché di una modalità di calcolo del terminal value al posto di un'altra.

Non si registrano differenze importanti in merito al tasso di crescita. Infatti, il tasso di crescita in questi casi è calcolato seguendo la medesima logica degli altri settori, ossia il tasso di crescita tiene conto solo ed esclusivamente del valore temporale del denaro e delle dinamiche dell'inflazione. Discorso diverso invece deve essere fatto per il tasso di attualizzazione. Nella maggior parte dei casi il tasso di attualizzazione viene calcolato dalle imprese facendo riferimento ai un panel di imprese comparabili, per alcune imprese, soprattutto il settore dell'energia elettrica e del gas, il tasso di attualizzazione viene fissato da una Autorità nazionale, che lo stima per un periodo di tre anni. Inoltre, in tali settori che sono settori particolarmente regolamentati il livello di informazione e di disclosure raggiungono livelli alti.

Il tema del value in use nel settore delle concessioni è abbastanza controverso. Infatti, oltre alla sensibilità data dalla tipologia di servizi forniti in tali settori, è sempre molto difficile stabilire il valore delle concessioni, come abbiamo già spiegato in precedenza. In aggiunta, bisogna considerare che le opere e i beni soggetti a concessione non sono di proprietà dell'azienda concessionaria, e ciò aumenta ancora di più la difficoltà nel valutare il valore reale di una CGU. Infatti, le imprese dispongono di un bene fino al termine della concessione oltre il quale il negozio giuridico cessa e le imprese o lasciano il "business" o chiedono un rinnovo della concessione. Il tema della chiusura della concessione è un tempo abbastanza caldo ed attuale e influenza in maniera importante il value in use di una attività. Infatti, a termine della concessione è previsto un valore di subentro che deve corrispondere il nuovo concessionario al concessionario uscente. Tale valore rappresenta un indennizzo *"per le opere assentite che il concessionario ha già eseguito e non ancora ammortizzate alla scadenza della concessione, il concessionario uscente ha diritto ad un indennizzo di tali poste dell'investimento, da parte del subentrante, pari al costo effettivamente sostenuto, al netto degli ammortamenti, dei beni reversibili non ancora ammortizzati come risultante dal bilancio di esercizio alla data dell'anno in cui termina la concessione, e*

*delle variazioni eseguite ai fini regolatori.*”<sup>30</sup> . Il punto ora è capire se tale valore deve essere inserito nel calcolo del valore recuperabile di una CGU. Tuttavia, ci sembra abbastanza logico introdurre un indennizzo per il subentro nel caso di investimenti non ammortizzati, anche se ciò potrebbe rappresentare una leva strategica che il concessionario potrebbe utilizzare per scoraggiare eventuali nuovi entranti. Infatti, il concessionario può decidere di effettuare strategicamente investimenti importanti in prossimità della scadenza della concessione, in modo tale da far aumentare incredibilmente il valore di subentro a carico di un nuovo eventuale concessionario. Discorso analogo può essere fatto per le CGU che operano nei mercati attraverso una particolare protezione fornita dal brevetto. In primis bisogna sottolineare come il brevetto permette alle imprese di applicare un mark-up sul prezzo del prodotto o servizio e ciò fa realizzare degli extra-profitti all’impresa che lo detiene. Tuttavia, il brevetto fornisce una protezione per un numero limitato di anni, oltre il quale la tecnologia o l’innovazione può essere replicata anche dalle altre aziende. Queste particolari caratteristiche ti trasmettono anche nella stima del valore recuperabile. In primis il numero di anni del periodo esplicito per le imprese che operano tramite brevetti è sempre maggiore di altre imprese che operano in mercati altamente concorrenziali, in alcuni casi l’“n” supera addirittura i 10 anni. Altro aspetto importante e di divergenza rispetto alle normali scelte delle imprese analizzate è relativo al tasso di crescita. Le imprese che operano in mercati “protetti” hanno mediamente un tasso di crescita più alto, con tassi di crescita che superano il limite del 3% consigliato dallo IASB. Tale tasso rimane lo stesso anche per il periodo esplicito, anche se tale scelta è abbastanza opinabile. In alcuni casi le aziende hanno fissato un tasso di crescita negativo, debitamente giustificato dal fatto che nel lungo periodo la protezione del brevetto sarebbe scaduta e il volume dei ricavi si sarebbe contratto in maniera importante.

Nel campione sono presenti anche imprese che hanno CGU dove l’attività principale è composta dal marchio. In tali situazioni le imprese hanno deciso in alcuni casi di calcolare il value in use ipotizzando delle royalty che le concessionarie sarebbero disposta a pagare per poter commercializzare e/o disporre del brand. Tale fattispecie è stata riscontrata soprattutto in imprese del settore Food&Drink e del settore dell’abbigliamento/moda. Tuttavia, nei casi in cui il valutatore ha utilizzato tale

---

<sup>30</sup> Delibera n.16/2019, Allegato A, Autorità di Regolamentazione dei Trasporti.

metodologia, non ha mai spiegato e giustificato il perché di tale scelta.

A valle di questa analisi si può sottolineare come le imprese compiano una analisi del valore recuperabile tenendo ben presente quali possono essere e quali sono le difficoltà o le caratteristiche intrinseche ed estrinseche di un determinato settore, ciò al fine di migliorare la qualità del test ed effettuare una stima del valore recuperabile sempre più verosimile alla realtà. Però, il livello di disclosure è sistematicamente basso, con informazioni superficiali e più delle volte non permettono di capire al meglio le scelte fatte dall'impresa. In quasi tutti i casi le imprese descrivono in maniera superficiale le variabili per la stima, non lasciando quasi mai spazio alla disclosure delle ipotesi fatte in sede di calcolo e delle fonti da cui provengono le informazioni.

Evidenze settori con business soggetti a concessioni e brevetti	
Valore prevalentemente utilizzato per l'impairment test	Value in use
Tasso di crescita	3-4% (Maggiore rispetto al tasso medio evidenziato nel campione, 2%)
Livello di disclosure	Medio-basso
Durata periodo esplicito	È superiore alla media, e coincide spesso con non la durata della concessione e/o brevetto
Terminal Value	Non sempre è calcolato

### 5.3 Analisi settore Automotive, Health Care.

Gli altri settori più rappresentati nel campione sono il settore *automotive*, del Health Care e il settore dei prodotti chimici. Tali settori non presentano dinamiche e comportamenti completamente divergenti dal campione di imprese analizzate, ma è interessante analizzare le dinamiche interne al settore.

Uno dei settori più importanti per il mercato europeo è sicuramente il settore automobilistico. È da sottolineare come tale settore negli ultimi anni sta subendo numero trasformazioni, e il tasso di crescita e il volume di auto vendute e di ricavi è calato drasticamente. Tale situazione macroeconomica si riflette anche nelle scelte dell'impresa per calcolare il valore recuperabile delle CGU collegate al settore automotive. Tale situazione si riflette principalmente sul tasso di crescita utilizzato dalle imprese. Infatti, il tasso di crescita medio del mercato escluso il settore automobilistico è di circa il 2,2%, mentre il tasso di crescita del settore automobilistico è di circa l'1,1%. Altra differenza importante tra le scelte fatte dalle imprese del settore automotive e le scelte fatte dalla media delle imprese in merito alle variabili di

valutazione è riscontrabile in merito alla lunghezza del periodo esplicito. Infatti, anche in questo caso il periodo esplicito fissato è mediamente inferiore rispetto a quello fissato in media dalle altre imprese, che è cinque.

Tuttavia, il livello di informazione è veramente essenziale, limitandosi a riportate solo informazioni essenziali in merito alle variabili utilizzate per il calcolo, sia che esse siano CGU o attività singole. Soprattutto è stato sottolineato come nella maggior parte dei casi (circa il 65%) la sezione dedicata alla impairment test super di poco le 2-3 pagine.

Gli altri settori più importanti e più numerosi sono il settore del Health Care, il settore legato alla tecnologia.

Il settore relativo alla cura della salute è un settore che registra un trend opposto. Infatti, il tasso di crescita è superiore alla media e raggiunge un livello poco inferiore al 3%. Ad essere superiore è anche la durata del periodo esplicito che raggiunge una media di intorno ai 5 anni e mezzo, rispetto a 4,8 del campione di riferimento. Tale ottimismo è dovuto al fatto che molte imprese che operano in tali settori utilizzano il sistema dei brevetti. Infatti, come evidenziato in precedenza i brevetti riducono l'incertezza e permettono di effettuare stime verosimili anche nel lungo periodo. Un trend del genere è stato registrato anche nel settore delle telecomunicazioni. In questo caso le differenze sono ancora più evidenti, in quanto la media degli anni del periodo esplicito supera i 6 anni. Tuttavia, il tasso di crescita in tale settore è stabile e di poco inferiore al tasso di crescita medio registrato dal campione. Le imprese del settore delle comunicazioni per calcolare il tasso di attualizzazione fanno maggiormente riferimento alla rischiosità specifica degli asset e del business in generale più che fare riferimento alla rischiosità specifica geografica. In merito alle altre variabili invece non si registrano particolari differenze rispetto all'andamento generale.

Ciò che è emerso un livello poco soddisfacente di disclosure e soprattutto molto lontano dalla quantità di informazioni richieste dallo IASB. Infatti, come sottolineato in precedenza le imprese si limitano a riportare il valore delle variabili utilizzate in sede di valutazione, fornendo pochissime volte riferimenti in merito alle ipotesi utilizzate e alle fonti utilizzante, riducendo di molto la funzione informativa del test.

Evidenze settore Automotive	
Valore prevalentemente utilizzato per l'impairment test	Value in use
Tasso di crescita	1%

Numero di anni del periodo esplicito	4
Livello di informazioni	Basso

Evidenze settore Health Care	
Valore prevalentemente utilizzato per l'impairment test	Value in use
Tasso di crescita	>3%
Numero di anni del periodo esplicito	5
Livello di informazioni	Medio basso

#### 5.4 Dinamica delle scelte nei diversi paesi europei

In questo ultimo capitolo abbiamo analizzato le scelte che hanno compiuto le imprese per le variabili dell'impairment suddividendole in base al settore di appartenenza. Tuttavia, è importante analizzare anche le scelte e i comportamenti dei valutatori in base al paese di appartenenza. Infatti, le imprese in sede di valutazione oltre a fare riferimento alle caratteristiche specifiche del business e/o alle caratteristiche specifiche dell'organizzazione in generale, le imprese fanno riferimento al rischio specifico correlato ad uno specifico paese in cui le CGU operano. In tale ottica, l'obiettivo sarà quello di verificare se sussistono determinate correlazioni sistematiche nelle scelte delle imprese soprattutto in relazione alla scelta del tasso di crescita, del tasso privo di rischio e la scelta del market risk premium.

In relazione al tasso di crescita, è stato già analizzato come il tasso sia particolarmente diverso a seconda del paese in cui opera la CGU. Tuttavia, la differenza tra le CGU che operano nei paesi della zona euro è poco rilevante. Differenze importanti invece si registrano tra i tassi di crescita dei paesi in via di sviluppo con domande e PIL in forte espansione, e paesi sviluppati con domande già mature.

In precedenza, analizzando le scelte fatte dalle imprese del campione in merito alla scelta del tasso di interesse è stato analizzato come le imprese preferiscono nella maggior parte dei casi effettuare le stime facendo riferimento ad un tasso di attualizzazione specifico per ogni CGU, rispetto alla scelta di calcolare un tasso medio per tutte le CGU. L'impatto di tale scelta è importante, in quanto si incapperebbe nel rischio di non riuscire a stimare a dovere la rischiosità specifica di una CGU, rischiosità intesa sia in termine di rischio specifico legato alla struttura finanziaria, la tipologia di asset e altro, e sia legata al paese in cui opera la CGU. Infatti, come abbiamo evidenziato in precedenza per il settore food&drink, è assolutamente

importante e indispensabile stimare la rischiosità specifica di una CGU. Per capire l'importanza di fissare un tasso specifico di ogni CGU e di una adeguata informazione e disclosure in merito alle fonti da dove vengono prese le informazioni, basta osservare la differenza dei rendimenti dei titoli di Stato europei a scadenza decennale dei diversi stati dell'Unione Europea, che in molti casi rappresentano la base per stimare il risk-free rate. Il grafico seguente riassume i rendimenti:

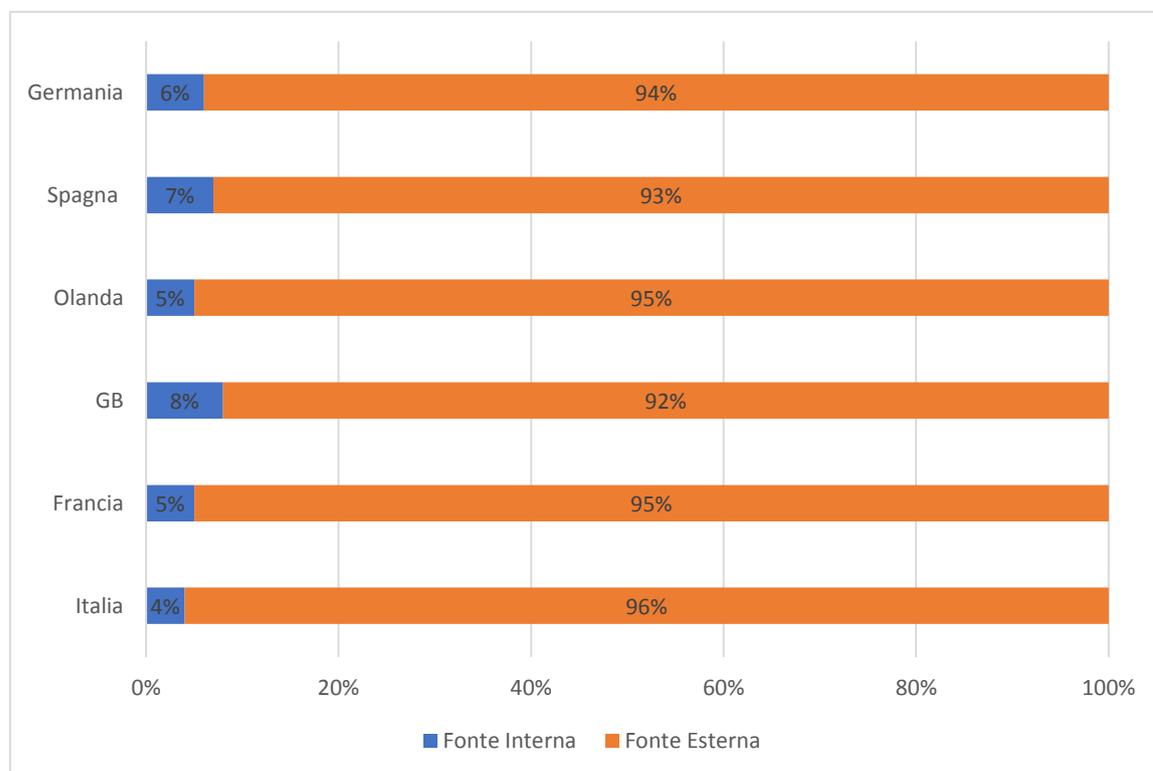
<i>Paese</i>	<i>Nome</i>	<i>Prezzo</i>
Austria	AGB 10A	-0,248
Belgio	OLO 10A	-0,181
Danimarca	Gov.Bond 10A	-0,471
Finlandia	FGB 10A	-0,132
Francia	Oat 10A	-0,218
Germania	Bund 10A	-0,518
Irlanda	IGB 10A	0,041
Italia	BTP 10A	0,928
Paesi Bassi	Gov.Bond 10A	-0,378
Portogallo	OT 10A	0,262
Rep. Ceca	Gov.Bond 10A	1,39
Slovenia	Gov.Bond 10A	0,04
Spagna	Bonos 10A	0,235
Ungheria	Gov.Bond 10A	2,02

*Fonte: Sezione Obbligazioni, Il Sole 24 Ore. Dati aggiornati al 22/09/2019*

Osservando questo schema si può capire come i rendimenti siano notevolmente diversi tra un paese e un altro. Quindi, fissare un tasso medio di attualizzazione potrebbe essere altamente fuorviante, in quanto in sede di valutazione le importanti differenze in termini di rischiosità della CGU non potrebbero essere percepite. Tuttavia, le imprese che abbiamo analizzato nella maggior parte dei casi hanno stimato con attenzione la rischiosità specifica della singola CGU.

Questo esempio può essere la base per analizzare sotto un'altra angolazione la dinamiche delle scelte delle imprese dell'unione europea. Infatti, le imprese oltre a stimare il risk-free rate e tasso di crescita, esse devono anche stimare il beta, il cost of equity e tutte le altre variabili collegate alla stima del tasso di attualizzazione. Stimare i dati riferendosi al mercato o riferendosi alle comparabili può essere a sua volta rischioso, in quanto basandosi su informazioni e stime "medie" del mercato europeo

si possono sottostimare le peculiarità specifiche di rischio. Questo rischio non è da sottovalutare, anche perché analizzando le fonti da cui le imprese prendono le informazioni notiamo che più del 90% delle imprese preferiscono prendere informazioni dal mercato esterno e dalle comparabili. Lo schema seguente ci fornisce una chiara rappresentazione delle fonti utilizzate dalle imprese:



Emergere il fatto che le imprese nella quasi totalità dei casi prendono le informazioni da una fonte esterna (per informazioni intendiamo anche beta, risk-free, costo del capitale e tasso di attualizzazione). Tuttavia, questo può portare a sottostimare i rischi specifici della CGU con variabili “migliori” rispetto a quelle che si otterrebbero utilizzando valori provenienti da una fonte interna.

Durante l’elaborato più volta abbiamo evidenziamo come prendere informazioni dal mercato o dall’ambiente esterno sia la soluzione migliore perché permette di ridurre gli spazi di discrezionalità del valutatore. Tutto questo viene anche consigliato a più riprese dallo IASB che sottolinea come e quanto sia importante basare le stime su dati proveniente dall’esterno nell’ottica di ridurre la soggettività e l’intervento del management. Tuttavia, però si potrebbe incappare in un fenomeno opposto, ossia che le imprese abusino delle informazioni provenienti dal mercato e non considerano le peculiarità e la rischiosità specifica di una CGU. Ciò ci fa capire quanto sia importante, al fine di aumentare la qualità e l’efficacia del test, la qualità della disclosure e delle informazioni.



## ***Conclusioni***

All'inizio dell'elaborato ci siamo posti l'obiettivo di analizzare le scelte che compiono l'impresa e/o il valutatore in sede di impairment test e la tipologia di informazioni fornite nel bilancio e/o nell'annual report. Tuttavia, tale elaborato non è stato concepito per analizzare le scelte delle imprese in termini inquisitori, analizzare se le scelte fatte siano giuste o meno, ma se le imprese effettuano una adeguata disclosure delle scelte fatte, e se il livello di informazione finale veicolate attraverso il bilancio è tale da aumentare la qualità dell'informazione finale.

Il quadro generale delineato dall'analisi mostra come le imprese siano abbastanza attente nel compiere le valutazioni e che sia le stime che le scelte effettuate sono coerenti con gli scenari macroeconomici del settore in cui le imprese operano e del contesto economico in generale. Tuttavia, solo in alcune situazioni la qualità della disclosure raggiunge un livello mediamente adeguato.

Dall'analisi effettuata emerge come in più dell'80% dei casi il valore recuperabile è calcolato facendo riferimento al solo value in use, mentre nel restante parte dei casi (poco maggiore al 10%) il valore utilizzato è il fair value (ciò è stato evidenziato principalmente nel settore Real Estate). Tuttavia, esiste ancora un percentuale di poco superiore al 4% che non specifica il valore utilizzato. Il livello informativo nella maggior parte dei casi è appena sufficiente, mentre negli altri casi l'informazione è limitata e superficiale, e in alcuni casi addirittura le imprese si limitano solo a riportare il valore numerico del valore recuperabile.

Alle luce del fatto che il valore utilizzato nella stragrande maggioranza dei casi è il value in use, l'attenzione si è concentrata sulle scelte che compiono le imprese per la stima di tale valore. Ciò che è emerso è che il metodo utilizzato per calcolare tale valore è quello del Discount Cash Flow (DCF), dove il periodo esplicito ha una durata media di 5 anni (la durata supera i 5 anni nel caso di aziende che si trovano a valutare CGU e/o attività soggetti a brevetti e concessioni, in tali casi la durata del periodo esplicito coincide con la durata degli stessi). Tuttavia, le informazioni in merito a tali variabili sono limitate a poche righe, e spesso non sottolineano e/o giustificano perché il periodo esplicito viene fissato di una certa durata (solo nel caso di periodo espliciti molto lunghi viene giustificato il motivo). Altro elemento importante è la stima di flussi di cassa, dove la quasi totalità delle imprese dichiara di utilizzare dati e stime effettuate dal management sulla base di una combinazione di dati storici e proiezioni future. La stima viene fatta per un periodo di 5 anni, dove i primi 3 anni sono basati su

una stima del management, e gli ultimi due anni sono stimati facendo riferimento “assumptions” e ipotesi. Tuttavia, in pochi casi vengono riportate le ipotesi utilizzate e soprattutto l’arco temporale su cui vengono basati i dati storici. Discorso simile può essere fatto per il terminal value, infatti solo in un terzo dei casi le aziende specificano le ipotesi su cui è basato il calcolo e, nella maggior parte dei casi è stato osservato che le imprese utilizzano le stesse ipotesi sia per il periodo esplicito che per il periodo terminal, andando contro le direttive espresse dello IASB.

Altri due elementi importanti per il calcolo del value in use sono la stima del tasso di crescita e del tasso di attualizzazione. Il tasso di crescita medio si attesta sul 2%, e varia a seconda delle aree geografiche in cui l’impresa e la CGU opera. Lo IASB richiede di spiegare dettagliatamente i casi in cui le imprese adoperano un tasso di crescita superiore al 3%, ciò nella maggior parte dei casi non accade, infatti una gran parte delle imprese omette tali informazioni (oltre tre quarti delle imprese). Comunque ciò che si osserva che i tassi di crescita sono generalmente in linea con le stime effettuate dall’OCSE.

Discorso diverso deve essere fatto per il tasso di attualizzazione, dove le imprese preferiscono nella quasi totalità dei casi stimare tale tasso e le componenti dello stesso (beta, cost of equity, market risk premium e risk-free rate) sulla base di informazioni provenienti dal mercato e soprattutto sulla base delle comparabili (ciò accade nel 90% dei casi). Tuttavia, solo in una percentuale bassa dei casi (inferiore al 10%) le imprese specificano il gruppo di comparabili su cui vengono calcolati tali dati, e soprattutto l’arco temporale e la frequenza delle osservazioni utilizzate per effettuare la stima. In particolare in merito al calcolo risk-free, più del 90% delle imprese fa riferimento al tasso di rendimento dei titoli di stato a 10 anni in cui l’impresa opera, e anche qui solo una piccola percentuale delle stesse (inferiore al 10%) specifica la frequenza e l’arco temporale delle osservazioni. Discorso analogo in termini di percentuali e metodologie di calcolo può essere fatto anche per gli altri elementi del tasso di attualizzazione. Positivo è il fatto che le imprese nella quasi totalità dei casi rivelano il tasso di attualizzazione utilizzato (superiore al 90%). Invece, una percentuale inferiore di imprese rivela in maniera esaustiva le ipotesi utilizzate per il calcolo del tasso di attualizzazione (poco superiore al 55%), mentre una percentuale di poco superiore al 70% rivela se il tasso di attualizzazione utilizzato è al lordo o al netto delle tasse. L’ultimo elemento analizzato è l’analisi di sensibilità, ma ciò che emerge è che in poco più del 40% dei casi le imprese effettuano tale analisi applicando semplicemente un

fattore di errore al valore recuperabile al fine di valutare se lo stesso rimane sempre al di sopra del valore contabile o scende al di sotto dello stesso e conseguenzialmente si verifica una perdita. In una restante parte del campione (di poco inferiore al 30%) le imprese effettuano l'analisi di sensibilità calcolando il valore di tasso di crescita e tasso di attualizzazione che fanno sì che il valore recuperabile e valore contabile si eguagliano. Tuttavia, nella totalità dei casi le informazioni sono superficiali, e nella maggior parte dei casi le imprese si limitano a sottolineare che il valore recuperabile è ben al di sopra del valore contabile e non sussistono rischi reali di impairment. In aggiunta, è stato riscontrato come nella totalità dei casi in cui le imprese rilevano una perdita di valore il livello di informazioni è sistematicamente maggiore. Dall'analisi generale emerge che le imprese nel momento in cui stimano i parametri per calcolare il valore recuperabile fanno delle ipotesi su come sarà l'andamento generale dell'economia nel futuro (assunzioni ipotetiche), ma come è stato osservato nella maggior parte dei casi le imprese non effettuano una adeguata disclosure di tali ipotesi, solo una percentuale di poco superiore ad un terzo delle imprese effettua una adeguata ed esaustiva informativa delle ipotesi. Nella maggior parte dei casi le informazioni riportate rappresentano solo la metà di quelle che effettivamente si reputano effettivamente necessarie. Tale comportamento sistematico generale va a ridurre la qualità dell'informazione fornita attraverso il test, e in particolare non permette di svolgere una adeguata analisi di sensitività sui valori, nascondendo o celando eventuali criticità relative al valore recuperabile. Infatti, una accurata analisi di sensitività migliorerebbe la funzione informativa che ha il test in quanto permetterebbe di capire come cambia il valore recuperabile al variare delle ipotesi fatte in sede di valutazione, mentre le imprese si limitano solo a veicolare informazioni essenziali e con un livello medio di dettaglio, svolgendo nella quasi totalità dei casi un'analisi di sensitività solo per tasso di crescita e tasso di attualizzazione. Inoltre, un'adeguata disclosure dell'analisi di sensitività e delle ipotesi permetterebbe anche di capire la differenza che sussiste tra valore recuperabile e il valore di bilancio, riuscendo così a valutare la probabilità o no di riuscire a recuperare il valore nel caso in cui le variabili dovessero cambiare.

Altro aspetto importante che è emerso evidenzia come le imprese stimano le variabili del calcolo utilizzando dati e stime provenienti dal mercato facendo riferimento a un panel di imprese comparabili (in più nel 90% dei casi). Tale fenomeno è sicuramente positivo, ma per certi aspetti si potrebbe rivelare un meccanismo che permette di non

prendere in riferimento il rischio specifico dell'azienda, il livello di indebitamento specifico, "beneficiando" dell'utilizzo di dati medi di mercato che non impattano in maniera così negativa il valore recuperabile rispetto a quelli che si sarebbero ottenuti se l'impresa avesse utilizzato delle variabili facendo riferimento a valori propri. In tale situazione il livello di informazioni veicolate dalle aziende deve essere alto, in modo tale da poter capire il modo in cui è stato stimato il valore, le ipotesi alla base e la fonte da cui il valore proviene, altrimenti il test non raggiunge un livello di informazione adeguato. Anche nei casi in cui vengono registrate delle perdite durevoli di valore le imprese non dedicano spazio all'analisi dei motivi che hanno portato alla riduzione di valore, e quali ipotesi e/o variabili sono cambiate a tal punto da determinare una perdita durevole di valore. Tuttavia, nel caso in cui le imprese registrano un impairment il livello medio delle informazioni è maggiore, anche se in molti casi il management si limita a rilevare la perdita e il suo ammontare senza fornire ulteriori informazioni. Infatti, il test per certi versi ha ampie zone di discrezionalità in cui è il valutatore a compiere delle scelte, quindi è necessario che in bilancio venga data adeguata informazione delle scelte compiute affinché il test non venga svuotato di significatività e diventi poco credibile e poco utile sotto l'aspetto delle informazioni veicolate. Alla luce di ciò non si vuole giudicare l'operato delle imprese, e nemmeno si vuole accusare con tono inquisitorio le imprese di porre in atto comportamenti che hanno lo scopo di arrecare vantaggi all'azienda in fase di stima e/o di manipolare e nascondere informazioni chiave, ma si vuole sottolineare quanto sia importante migliorare la qualità dell'informazione e della disclosure in modo da migliorare l'efficacia del test. Infatti, anche se il livello medio di informazioni è mediamente sufficiente, si evidenziano ancora ampie zone in cui le informazioni sono insufficienti come: le ipotesi utilizzate per calcolare il tasso di attualizzazione e il tasso di crescita, le stime per il calcolo dei flussi di cassa, le ipotesi utilizzate nel calcolo del terminal value e le fonti da cui vengono attinte le informazioni. Il tema dell'asimmetria informativa non è banale, rappresenta in alcuni casi addirittura uno dei principali fattori che portano al fallimento dei mercati, e Akerlof in uno dei suoi paper<sup>31</sup> ha dimostrato proprio questo. Alla luce di ciò una informazione adeguata e dettagliata non deve essere percepita ancora come un fattore distintivo di cui le aziende si possono vantare, ma deve essere considerato un onere a cui le imprese sono chiamate ad assolvere in modo tale che i

---

<sup>31</sup> "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism"

portatori di interesse possano essere sempre informati su cosa accade nel modo “azienda”.

## ***Bibliografia***

AKERLOF, GEORGE A.; *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics Vol. 84, No. 3 (Agosto, 1970).

BIANCONE, PAOLO, *“Le Attività immateriali, l’Avviamento e l’Impairment test nei Bilanci”*, Giuffrè, Milano, 2006

BINI, MAURO; GUATRI, LUIGI; *“L’Impairment test nell’attuale crisi finanziaria e dei mercati reali”*, Egea, Milano, 2009

CAMERAN, MARA; CAMPA, DOMENICO; PETTINICCHIO, ANGELA; *“L’adozione dei principi contabili internazionali da parte delle società italiane. Determinati ed effetti”*, Egea, Milano, 2013.

COMMISSIONE PER I PRINCIPI CONTABILI , *Guida all’applicazione dell’Impairment test dello Ias 36*, febbraio 2006.

CORSI, KATIA, *“La comunicazione dell’impairment test dell’avviamento”*, Giappichelli, 2013.

Decreto Legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, *“Esercizio delle opzioni previste dall’articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali”*, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 21 marzo 2005

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD, *“IFRS n.1, Presentazione del Bilancio”*, 3 Novembre 2008

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD, *“IFRS n.13, Valutazione del Fair Value”*, 3 Novembre 2008

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD, *“IAS n.36, Riduzione di Valore delle Attività”*

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD, “IAS n.38, Attività immateriali”

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD, “IAS n.39, Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”,

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD, “IAS n.40, Investimenti Immobiliari”,

IZZO, MARIA FEDERICA; LUCIANI, VALERIO; SARTORI, ELENA; “*Impairment of goodwill: level of compliance and quality of disclosure during the crisis, an analysis of italian listed companies*”, International Business Research, vol. 6 n. 11, 2013.

LIONZO, ANDREA; “*Il giudizio di impairment. Profili valutativi e riflessi sui processi organizzativi e gestionali*”, FrancoAngeli, Milano, 2007.

MARCHI, LUCIANO; PAOLINI, ANTONELLA; NICOLA, CASTELLANO; “*Principi Contabili Internazionali e Sistemi di Controllo Interno*”, FrancoAngeli, Milano, 2008

NOVA M., Impairment test, Egea, Milano, 2006

ONESTI, TIZIANO; ROMANO, MAURO; TALIENTO, MARCO; “*Il Bilancio di Esercizio nelle Imprese. Dal quadro concettuale di riferimento alle nuove regole contabili nazionali e internazionali*”, Giappichelli, Torino, 2016

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITA’, “*Impairment Test e avviamento. Applicazione, Principio n.2*”, Dicembre 2009

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITA’, “*Immobilizzazioni Immateriali, Principio n.24*”, Dicembre 2009

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITA’, “*Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali*”, Dicembre 2016

ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *“Impairment test dell’avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale”*, 14 Giugno 2012

OSSERVAORIO PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI, *“Quadro sistematico per la preparazione e presentazione del bilancio”*, Roma, Fondazione Luca Pacioli, 27 maggio 2003

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *“Bilancio: uno sguardo al futuro”*, 2018

ROMANO MAURO, *“L’impairment test dell’avviamento e dei beni intangibili specifici”*, Torino, 2004.

SANTESSO, ERASMO; MARCON, CARLO; *La riduzione di valore delle attività*, Gruppo 24 Ore, Milano, 2011

TEODORI, CLAUDIO, *“L’adozione degli IAS/IFRS in Italia: le attività immateriali e l’impairment test”*, Giappichelli, Torino, 2006

TEODORI, CLAUDIO; AZZALI, STEFANO; PIZZO, MICHELE; *“I Principi Contabili Internazionali: caratteristiche, struttura, contenuto”*, Giappichelli, Torino

VULPIANI MARCO, *“Special Cases of Business Valuation”*, McGraw-Hill, 2014

## *Sitografia*

- ATTILIO CUPIDO ATTUARIO, “*Valutazioni IAS IFRS*”,

[http://www.attiliocupido.it/1/ias\\_36\\_impairment\\_test\\_segue\\_5287340.html](http://www.attiliocupido.it/1/ias_36_impairment_test_segue_5287340.html)

-*Beta-Glossario Finanziario*, Borsa Italiana;

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>

-*Capital Asset Pricing Model*, Glossario Borsa Italiana;

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html>

-“*Chiarezza e rappresentazione veritiera e corretta nel bilancio*”,

<https://www.tesionline.it/appunti/Diritto-commerciale/Chiarezza-e-rappresentazione-veritiera-e-corretta-nel-bilancio/482/413>

- Decreto Legislativo 28 febbraio 2005, n. 38; “*Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali*”, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 21 marzo 2005

<https://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/05038dl.htm>

-Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?; Siqi Li, THE ACCOUNTING REVIEW Vol. 85, No. 2 (2010)

<http://web.b.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=1&sid=42ce51cd-45d3-4f6a-81d4-90a9af949e09%40pdc-v-sessmgr06>

-“*Fair Value nei Bilanci che adottano gli IAS/IFRS (Enciclopedia)*”, Bankpedia

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/101-italian/f/20068-fair-value-nei-bilanci-che-adottano-gli-ias-ifrs-enciclopedia>

-*Gordon Growth Model*, Borsa Italiana

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/gordon-growth-model.html>

- Guida all'applicazione dell'Impairment test dello Ias 36, COMMISSIONE  
PER I PRINCIPI CONTABILI

[www.fondazione nazionalecommercialisti.it](http://www.fondazione nazionalecommercialisti.it)

-IAS n.36 - IASB - Principio contabile internazionale (IAS); International  
Accounting Standards Board.

[http://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ias36.htm](http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ias36.htm)

-IAS 36 – Impairment of Assets, IASPlus, Deloitte,

<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>

-“Il processo di armonizzazione contabile in Europa”,

[http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/4\\_I\\_principi\\_contabili\\_internazionali.pdf](http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/4_I_principi_contabili_internazionali.pdf)

-Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale,  
Organismo Italiano Valutazione,

[https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2019/02/DP\\_01\\_2012\\_impairmenttest\\_1-1.pdf](https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2019/02/DP_01_2012_impairmenttest_1-1.pdf)

-“Impairment Test (Enciclopedia)”, Bankpedia

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/107-italian/i/20487-impairment-test-enciclopedia>

-Impairment test, Glossario della Borsa Italiana;

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/impairment-test158.htm>

- International Accounting Standards, n. 36. Riduzione durevole di valore  
delle attività ,Il Sole 24 ORE

[https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Speciali/2006/documenti\\_lunedì/13febbraio2006/IAS\\_36.pdf?cmd%3Dart](https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Speciali/2006/documenti_lunedì/13febbraio2006/IAS_36.pdf?cmd%3Dart)

- Legge 31 ottobre 2003, n. 306; "*Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2003*"; pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 266 del 15 novembre 2003 - Supplemento Ordinario n. 173

<https://www.camera.it/parlam/leggi/03306l.htm>

-*Nuovi bilanci: semplificare la complessità*, PWC 2017

<https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/oic-2017.pdf>

- "*Principio Contabile OIC 9*",

<https://ragioneria.com/it/elenco-oic/oic-9-svalutazioni-perdite-durevoli-valore-immobilizzazioni-materiali-immateriali>

- "*Riduzione durevole del valore delle attività (IAS 36)*",

<http://www00.unibg.it/dati/corsi/90001/72663-Impairment%20IAS%2036.pdf>

-*Rivista di Diritto Tributario*, Pacini Giuridica, 23 Aprile 2018,

<http://www.rivistadirittotributario.it/wp-content/uploads/2018/04/GF-23.04.18-Copia.pdf>

-Royalty Relief, Glossary, Brandirectory;

<https://brandirectory.com/glossary/definition/royalty-relief>

- "*Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali*", Organismo Italiano di Contabilità (OIC)

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2016-12-OIC-9-Svalutazioni-per-perdite-durevoli.pdf>

## ***Riassunto***

Il bilancio annuale rappresenta uno dei documenti chiave che permette alle imprese di riassumere la propria situazione patrimoniale e il risultato economico registrato durante l'esercizio. Per situazione patrimoniale si intende la rappresentazione delle fonti e degli impieghi che caratterizzano rispettivamente il passivo e l'attivo patrimoniale. È da sottolineare che i valori di bilancio nella maggioranza dei casi non sono valori che si possono stimare in maniera puntuale, ma sono dei valori che vengono determinati attraverso un processo di stime. Non a caso il Comma 2 dell'Art.2423 del Codice Civile Italiano sottolinea come *“Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio.”*. Quindi i valori di bilancio rappresentano una stima veritiera e corretta del loro effettivo valore. La stima di tali valori deve avvenire, sia se si utilizzano i principi nazionali sia per quelli internazionali, rispettando il principio della prudenza. Per la normativa italiana la prudenza è intesa come un precetto che si esprime attraverso l'iscrizione a bilancio di perdite anche future e o presunte e la non iscrizione di valori relativi a ricavi effettivamente conseguiti ma non ancora contabilizzati. In ambito internazionale la prudenza può essere definita un comportamento, che intende dare la giusta attenzione nel valutare le voci iscritte a bilancio, il tutto a fine di aumentare la qualità e la significatività dell'informazione che è scambiata tra l'azienda e gli operatori di mercato e/o tutti i portatori di interesse. L'obiettivo dell'elaborato è proprio analizzare la qualità e la quantità di informazioni e il livello di disclosure che le aziende veicolano al mercato in relazione all'impairment test che annualmente effettuano. Infatti, anche se il valore viene determinato con molta prudenza e precisione, si possono verificare degli eventi di natura sia interna o esterna sia possono portare a una riduzione o una rivalutazione del valore di un bene. Nel caso in cui vengono rilevati determinati eventi, è necessario procedere ad una analisi al fine di valutare se i valori iscritti a bilancio siano effettivamente recuperabili o meno. A tale proposito sia la disciplina nazionale attraverso il principio OIC<sup>32</sup> 9 che la disciplina internazionale attraverso il principio contabile IAS 36 emanata dallo IASB<sup>33</sup>, hanno contemplato la presenza di un

---

<sup>32</sup> Organismo Italiano Contabilità

<sup>33</sup> International Accounting Standard Board

meccanismo che permetta di valutare se una attività ha subito o meno una perdita, tale meccanismo è chiamato comunemente impairment test. Questo meccanismo permette di verificare se il valore contabile di una attività iscritta a bilancio è effettivamente recuperabile. Per valore recuperabile si intende il maggior valore tra fair value e value in use. Il value in use rappresenta il valore attualizzato dei flussi di cassa che una attività o un gruppo di attività riescono a generare nel tempo. Viceversa, il fair value è il valore che si otterrebbe dalla vendita del bene sul mercato. Lo scopo di tale analisi è stato proprio quello di analizzare il livello di informazione fornito dalle imprese nell'impairment test. L'analisi è stata effettuata sulle imprese appartenenti all'indice azionario Eurostoxx 600, che comprende 600 tra le maggiori imprese in termini di capitalizzazione del mercato europeo<sup>34</sup>. Il lavoro per la produzione dell'elaborato è stato diviso in due parti: nella prima parte si è proceduto alla raccolta delle informazioni relative all'impairment test che le imprese inseriscono nel Bilancio annuale o nell'Annual Report, le informazioni successivamente sono state inserite in un foglio Excel. Nella seconda parte del lavoro si è proceduto ad analizzare i dati ed eventuali correlazioni, che poi sono state riportate durante la stesura dell'elaborato. Dall'analisi effettuata è emerso che per effettuare la stima del valore recuperabile le aziende fanno riferimento in più dell'80% dei casi al value in use. Per calcolare tale valore i valutatori nella quasi totalità dei casi ha fatto riferimento alla formula del Discount Cash Flow. Questa formula permette di attualizzare i flussi di cassa attraverso la somma di due fattori: il periodo esplicito e il terminal value. Il periodo esplicito è un arco temporale caratterizzato dal fatto che l'impresa riesce a stimare in maniera precisa i flussi di cassa per ogni anno. Invece, il periodo terminale viene calcolato utilizzando il flusso di cassa dell'ultimo anno del periodo esplicito, moltiplicato per la formula di Gordon e attualizzato. Quindi, in tale calcolo entrano in gioco numerose variabili da stimare: flusso di cassa, numero di anni del periodo esplicito "n", tasso di crescita, tasso di attualizzazione. Lo scopo di tale elaborato è analizzare le dinamiche delle scelte effettuate dalle imprese e capire il livello di informazioni e disclosure relative alle scelte fatte per effettuare tali stime. Prima di analizzare le scelte in relazione ai singoli elementi esposti in precedenza, il primo passo da fare è l'individuazione dell'attività o del gruppo di attività da valutare. In alcuni casi il valore dipende in maniera importante dalla destinazione d'uso del

---

<sup>34</sup> Le imprese considerate provengono da circa 17 paesi

bene, e l'utilizzo strategico che l'azienda ne fa. In relazione all'utilizzo strategico del bene è importante sottolineare come nella maggioranza dei casi le attività aziendali hanno un diverso valore sul mercato e/o riescono a generare flussi di cassa diversi a seconda se essi sono utilizzati da soli o se utilizzati in unione con altri asset aziendali. Infatti, in questi casi bisogna valutare l'unica generatrice di flussi di cassa in cui il bene è inserito (Cash Generating Unit). In tale ottica, le imprese dovrebbero individuare le CGU facendo riferimento al più piccolo gruppo di attività (in cui il bene è inserito) che riescono a produrre flussi di cassa. Tuttavia, è stato riscontrato che nella quasi totalità dei casi in cui le imprese identificano come CGU o singoli segmenti operativi, o a specifiche linee di prodotto e/o mercati. Infatti, le imprese non identificano un numero di CGU elevate, nei tre quarti dei casi il numero delle CGU non è superiore a dieci. In alcuni casi le holding industriali identificano come CGU le singole società che controllano. Tutto ciò è chiaramente in disaccordo con le direttive dello IAS in merito alla identificazione delle stesse. In aggiunta, una percentuale di poco superiore al 30% delle imprese ancora non specifica i criteri utilizzati per identificare le CGU e il modo in cui le CGU beneficiano dell'avviamento, mentre nella restante parte dei casi il livello appena sufficiente di informazioni è appena bastevole. Per di più, nella maggior parte dei casi il modo in cui sono individuate le CGU lo si può evincere dal modo in cui sono organizzati i dati e le tabelle riassuntive, ma non dalle informazioni dettagliate inserite opportunamente dalle imprese.

Il primo aspetto analizzato è il valore che le imprese utilizzano per effettuare il test. È emerso che in poco più dell'80% dei casi le imprese utilizzano solo il value in use per effettuare la scelta. Viceversa, in poco più del 10% dei casi le imprese utilizzano entrambi i valori. La restante parte minima del campione non fornisce indicazioni in merito al valore utilizzato. Da questa analisi preliminare si evince come la maggior parte delle imprese effettuano la stima di un unico valore, e soprattutto come una parte minima non fornisce alcun tipo di indicazioni in merito al valore utilizzato per effettuare la stima. Tuttavia, il livello di informazioni relative al valore finale è risultato superficiale nella maggioranza delle imprese. Infatti, le imprese si limitano ad indicare il valore utilizzato senza mai spiegare i motivi della scelta. Nei casi in cui il valore non è indicato, le imprese si limitano semplicemente a sottolineare l'esito del test, ossia se sono state rilevate eventuali perdite.

Alla luce del fatto che le imprese utilizzano in maniera preponderante il value in use per la stima, abbiamo analizzato le diverse variabili che influiscono nella stima del

value in use.

Il primo elemento della formula per il calcolo del value in use che è stato analizzato è il processo relativo alla stima dei flussi di cassa attesi che l'attività o il gruppo di attività riescono a generare nel futuro. Il processo che porta alla stima è abbastanza aleatorio e si basa su una previsione di quello che sarà il fatturato o le vendite negli anni a seguire. Nella maggior parte dei settori viene utilizzato per la stima il fatturato che gli asset riescono a generare se è l'impresa stessa ad utilizzarli, mentre in alcuni casi le imprese effettuano la stima del flusso di cassa che l'asset riesce a generare se il diritto di utilizzo viene ceduto a un terzo. È il caso dei settori consumer goods, settori del health care e food&drink, dove i flussi di cassa derivanti dalla vendita di un prodotto non sono generati direttamente dall'impresa che effettua la valutazione, ma sono frutto di una royalty pagata da una impresa terza per produrre o commercializzare un prodotto con il nome, il marchio o soggetto a brevetto di proprietà dell'azienda che effettua la valutazione.

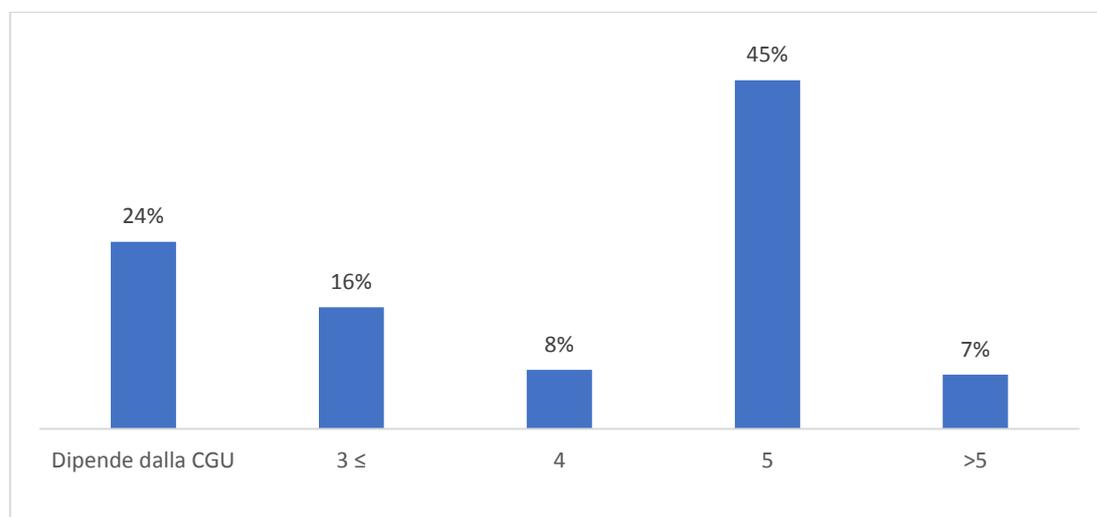
Analizzando il complesso delle informazioni fornite in sede di stima dei flussi di cassa, emerge come solo in un terzo dei casi (una percentuale di poco superiore al 32%) si raggiunge un livello di disclosure sufficiente, mentre nella restante parte dei casi le informazioni sono carenti, limitando l'efficacia del test. Infatti, in tali casi non vengono menzionate informazioni in merito alle ipotesi sul margine sulle vendite, sulle quantità vendute e sui prezzi dei prodotti. Tutto ciò rende difficile capire quali fattori influenzano maggiormente la stima dei flussi di cassa, e soprattutto se i flussi di cassa sono stati costruiti sulla base di ipotesi ragionevoli e sostenibili nel lungo periodo. Esplicitare le ipotesi fatte in sede di valutazione, permetterebbe anche di analizzare come varierebbe il flusso di cassa, il valore recuperabile del bene o del complesso di beni al variare delle ipotesi, riuscendo ad aumentare l'efficacia del test.

Discorso analogo può e deve essere fatto per la tipologia di informazioni utilizzate per effettuare le stime. Infatti, oltre la metà delle imprese del campione ha dichiarato di costruire le proprie stime sia sulla base di dati provenienti dal passato e sia su stime previsionali sugli scenari futuri, anche se solo una percentuale minima di queste imprese (poco superiore al 20%) descrive l'arco temporale su cui vengono fatte le stime per il passato e le ipotesi fatte per il periodo futuro. Gli strumenti a cui si fa maggior riferimento (oltre il 60% dei casi) sono i piani strategici elaborati dal management, e le stime fatte dall'azienda su quelle che saranno i livelli di vendita e fatturato per il futuro. Tuttavia, come evidenziato in precedenza il livello di disclosure

delle informazioni e delle ipotesi utilizzate per costruire tali piani e stime è veramente superficiale. Lo stesso discorso può essere fatto nel caso in cui le fonti utilizzate provengono dall'esterno.

I flussi di cassa vengono utilizzati sia per la stima del periodo esplicito, sia per la stima del “terminal value”. In merito al periodo esplicito non si registrano particolari differenze in merito alla modalità con cui vengono stimati i flussi di cassa. Infatti, i flussi di cassa del periodo esplicito sono stati stimati nella quasi totalità dei casi in unico modo. Posto che la media di durata del periodo esplicito è cinque anni, i primi 3 anni sono stimati sulla base di un piano industriale e quindi di previsioni, mentre i restanti due anni sono stimati sulla base di ipotesi e proiezioni.

Differenze importanti invece si rivelano in relazione alla durata del periodo esplicito. Dall'analisi delle scelte del campione, è emerso come il numero medio di anni è poco superiore a cinque, il numero minimo è compreso tra due e tre, mentre il numero massimo della durata del periodo esplicito è 22. Nella fattispecie si è posta l'attenzione su una azienda che stimava il fair value fino alla durata di una concessione. In un quarto delle aziende del campione la durata del periodo esplicito non è fissata e varia a seconda della CGU di riferimento o alle caratteristiche specifiche dell'attività. Il grafico seguente ci mostra quali sono le scelte delle imprese in merito alla durata del periodo esplicito:



Come notiamo la maggior parte delle imprese fissa “n” non superiore a cinque, in linea con quanto prescritto dal principio internazionale IAS 36<sup>35</sup>. Tuttavia, nello IAS è previsto che nei casi in cui “n” sia superiore a cinque le aziende debbano giustificare tale scelta, però questo non sempre avviene. Infatti, in più del 40% dei casi non viene

<sup>35</sup> Viene fatto riferimento solo al principio internazionale in quando l'indice e le aziende sono europee.

data nessuna spiegazione in merito a tali scelte. Nella restante parte dei casi viene specificato il motivo ma ad un livello medio di dettaglio, limitandosi le imprese a sottolineare in maniera molto sintetica i motivi della scelta. Nel momento in cui viene effettuata la stima del value in use, viene effettuata una stima del valore attuale dei flussi di cassa che l'asset o un insieme di essi riescono a generare nel futuro. Una parte importante del processo di stima è relativa alla stima del tasso di sconto che permette di attualizzare i flussi di cassa. In prima battuta è da sottolineare come i flussi di cassa del periodo esplicito vengono attualizzati all'anno zero, ossia al momento in cui si effettua la stima, mentre i flussi di cassa del periodo terminale vengono attualizzati all'ultimo anno del periodo esplicito "n".

Il tasso di sconto è un elemento importante in tale analisi, e piccole variazioni dello stesso potrebbero portare a variazioni importanti del valore stimato, alla luce di ciò è stata effettuata una analisi dettagliata delle scelte effettuate dalle imprese. Va sottolineato come il principio IAS 36 non disciplina in maniera puntuale tutti gli aspetti relativi al tasso di sconto, quindi alle imprese è lasciato un certo margine di discrezionalità nella stima dello stesso. Secondo lo IASB, tale tasso deve riflettere il valore temporale del denaro e il rischio specifico dell'attività o della CGU, e in aggiunta tale tasso deve essere simile a quello che l'investitore otterrebbe in un investimento con il medesimo profilo di rischio e medesimi flussi di cassa sia in termini quantitativi che temporali. Non è specificato chiaramente se la tipologia di tasso da utilizzare debba essere il medesimo per tutte le CGU delle imprese o deve essere utilizzato un tasso specifico per ogni CGU, anche se velatamente lo IASB esprime una preferenza per l'utilizzo di un tasso diverso per ogni CGU. Dalla nostra analisi emerge come nel 60% dei casi le imprese seguono tale indicazione, ma è abbastanza alto il numero di imprese che utilizza un tasso medio per tutte le CGU (circa un terzo). L'utilizzo di un solo tasso non permette di cogliere il rischio specifico di ogni CGU, e quindi si potrebbe sopravvalutare e/o sottovalutare il valore recuperabile della specifica CGU.

Se per l'utilizzo del tasso di attualizzazione lo IASB non esprime in maniera esplicita la propria posizione, lo stesso non si può dire se il tasso di attualizzazione deve essere al netto o al lordo delle tasse. Infatti, lo IASB consiglia fortemente di utilizzare un tasso al lordo delle tasse in modo tale da non includere il beneficio dello scudo fiscale nel calcolo del tasso di attualizzazione. Tuttavia, anche se nella maggioranza dei casi (55%) le imprese seguono questa disposizione, abbiamo riscontrato come un quarto

delle imprese preferisce utilizzare un tasso al netto delle tasse. Nella restante parte dei casi (18%) le imprese addirittura non specificano la tipologia di tasso utilizzato per effettuare la stima del valore recuperabile. Alla luce di ciò, si è deciso di analizzare la dinamica delle scelte nei principali paesi analizzati in merito al tasso utilizzato. Il risultato è che negli stati in cui la tassazione è più alta, come Francia, Italia, Germania e Spagna le imprese utilizzano un tasso di attualizzazione al netto delle tasse, mentre nei paesi in cui la tassazione è più bassa le imprese preferiscono utilizzare un tasso di sconto al lordo delle tasse.

In merito alla qualità delle informazioni relative al tasso di attualizzazione e fornite nel bilancio, è stato evidenziato come solo in pochissimi casi sono fornite informazioni adeguate in merito alle ipotesi fatte in sede di calcolo, mentre con maggiore frequenza le imprese riportano informazioni relative al tasso privo di rischio e al rischio specifico dell'impresa o del mercato a un livello di dettaglio alto, anche se la percentuale di imprese che presentano una adeguata informativa è ancora bassa e di poco superiore al 20%. Alla luce di ciò, possiamo affermare che il livello di dettaglio delle informazioni fornite dalle imprese non è dei migliori. Il livello di dettaglio è basso, e le informazioni sono abbastanza essenziali. Anche le informazioni comparative relative al tasso di attualizzazioni non hanno un livello di dettaglio alto, infatti nella maggioranza dei casi (57%) le imprese si limitano solo a riportare il valore che aveva il tasso di sconto negli anni precedenti, senza aggiungere ulteriori informazioni e/o commenti che giustificano i motivi e/o i fattori che hanno portato alla variazione. Oltre ad una analisi generale sul tasso di attualizzazione, è stata effettuata una analisi puntuale sulle modalità con cui le imprese stimano il cost of equity, il beta risk, risk-free e market risk premium. Nell'analisi delle scelte relative alla determinazione del cost of equity è emerso il fatto che nel 90% dei casi le imprese effettuano la stima facendo riferimento a dati provenienti dal mercato e dalle comparabili, nella restante parte dei casi le imprese utilizzano dati provenienti o da fonti interne all'azienda o come in alcuni casi in cui le aziende sono obbligate ad effettuare la stima utilizzando dei parametri provenienti da organizzazioni esterne: è il caso del settore dell'energia o di settori altamente sensibili e regolamentati. Quello che emerge è che però nella maggior parte dei casi le imprese si limitano a riportare semplicemente il singolo valore finale e la formula "stima effettuata sulla base di market assumption", senza dedicare attenzione all'analisi del risk-free utilizzato, come è stato stimato il beta e il market risk premium e una analisi di come potrebbe cambiare il valore finale al variare

di tali valori.

Discorso analogo può essere fatto per il processo che porta alla stima del beta risk. Infatti, in più del 90% dei casi le imprese stimano il beta sulla base di un panel di comparabili e facendo riferimento ad una struttura finanziaria target, non prestando attenzione alle specifiche peculiarità dell'impresa o della CGU che viene valutata. Il beta, anche nei casi in cui il tasso di attualizzazione è calcolato in maniera specifica per ogni CGU, è uguale per tutte le CGU. Anche in questo caso il livello di informazione fornita è basso, e nella quasi totalità dei casi le imprese si limitano solo a riportare il fatto che il valore è calcolato facendo riferimento ad un panel di comparabili, ma non vengono quasi mai identificate le comparabili e/o le aziende di riferimento, riscontrando un livello di disclosure poco esaustivo.

Come in precedenza, in alcuni casi il beta è calcolato da autorità del settore in cui operano le imprese, e in tali circostanze il livello di informazione è bastevole e sufficiente (è il caso del settore energetico e/o utilities).

Gli altri due elementi importanti per il calcolo del tasso di attualizzazione sono il risk-free rate e il market risk premium. Il primo rappresenta il rendimento di un titolo senza rischio, e nel campione analizzato il rendimento è stato calcolato facendo riferimento al rendimento dei titoli di stato a 10 anni o all'area geografica in cui opera la CGU o all'area geografica in cui opera l'impresa. In relazione a tale fattore l'informativa è superficiale, e solo in una percentuale di poco superiore al 10% dei casi sono riportate informazioni in merito alle modalità con cui vengono calcolati i rendimenti medi dei titoli di stato, il periodo di riferimento e la frequenza delle osservazioni dei rendimenti utilizzati per il calcolo. Il market risk premium (MPR) invece segue la dinamica esposta in precedenza per il beta. Infatti, nella quasi totalità l'MPR viene calcolato facendo riferimento ad un panel di comparabili, e in aggiunta viene aggiustato in modo da tener presente il rischio specifico geografico in cui opera l'impresa.

Le informazioni relative a questi due fattori del tasso di attualizzazione sono superficiali. Infatti, non ci sono quasi mai riferimenti in merito all'arco temporale in base al quale sono calcolati i valori e la maggior parte delle informazioni delle imprese possono essere considerate poco soddisfacenti, lasciando numerosi spazi di incompletezza. Specificatamente all'MPR le imprese si limitano a descrivere in poche righe la logica della stima (rischio specifico mercato, o CGU), ma non ci sono ulteriori indicazioni in base alle ipotesi fatte dai valutatori e i parametri utilizzati dalle imprese per effettuare le stime.

Abbiamo sottolineato più volte come per il calcolo del value in use si tengono presente sia il periodo esplicito che il terminal value. Lo IASB sul tale fattore consiglia a più riprese di controllare con attenzione le ipotesi alla base del calcolo del terminal value e verificare se per tale fattore possono essere utilizzate le stesse ipotesi del periodo esplicito. Infatti, tale fattore rappresenta la parte più corposa del valore recuperabile e quindi è fondamentale specificare le ipotesi e validarle in modo tale da rendere sempre più precisa e solida la stima del valore recuperabile. Tuttavia, la situazione appare abbastanza chiara sul versante delle ipotesi, in quanto in quasi nessun caso le imprese modificano le ipotesi dal periodo esplicito al terminal value. Infatti, in nessun caso le imprese hanno modificato e/o adeguato il tasso di attualizzazione al terminal value, e solo in pochi casi è stato modificato il tasso di crescita tra i due periodi. Tale situazione rappresenta un'area che necessita sicuramente un intervento, insieme alla già citata area di disclosure delle informazioni in merito alle ipotesi fatte per l'impairment test. Infatti, è difficile talvolta riuscire a mantenere costanti le ipotesi anche nel lungo periodo, sarebbe più logico prevedere una analisi di lungo periodo che tenga conto di diversi scenari. In parte questo già viene fatto attraverso l'analisi di sensitività fatta a valle dell'impairment test. Tale analisi di sensitività se fatta nel modo giusto rappresenta una fonte importante di informazioni e un adeguato livello di informazione in merito all'analisi di sensibilità permetterebbe di capire come varia il valore recuperabile e tutte le variabili stimate a variare delle ipotesi e degli scenari macroeconomici. Tuttavia, la qualità dell'analisi di sensibilità e del livello delle informazioni è superficiale. Infatti, poco più del 40% delle imprese hanno svolto l'analisi di sensibilità tramite l'utilizzo di un fattore di errore, analizzando come cambiano le variabili e il valore finale applicando il fattore di errore. Solo in una percentuale di poco inferiore al 30% dei casi il valutatore ha svolto l'analisi di sensibilità calcolando il valore del tasso di attualizzazione e tasso di crescita che fanno sì che il valore recuperabile e il valore contabile diventino uguali, segnando un limite oltre il quale si registra una perdita. In linea generale, si evince un livello di informazioni superficiale anche per l'analisi di sensibilità. Tuttavia, in questo caso il problema è da osservare sotto un altro punto di vista. Infatti, se il livello di informazioni delle ipotesi utilizzate, delle fonti e delle metodologie fornite sono basse e superficiali, non ci possiamo sicuramente aspettare una analisi di sensibilità svolta ad un livello di dettaglio alto. Infatti, nella maggior parte dei casi le imprese effettuano l'analisi di sensibilità solo sul valore recuperabile, senza dedicare una specifica

attenzione al tasso di attualizzazione e al tasso di crescita, elementi che giocano un ruolo importante per il calcolo del valore recuperabile come sottolinea anche lo IASB. Infatti, lo IASB in alcuni casi consiglia e richiede una serie di informazioni qualitative a giustificazione delle scelte, ma ciò non viene sempre fatto. È il caso del tasso di crescita, in quanto lo IASB specifica che se le imprese utilizzano tassi di crescita superiore al 3%, tale scelta debba essere debitamente giustificata. Tuttavia, solo in pochissimi casi le imprese giustificano bastevolmente i motivi della scelta, e nella maggior parte dei casi si limitano solo a riportare il valore numerico del tasso di crescita. Durante il nostro lavoro di ricerca sono state analizzate le dinamiche delle scelte. Le risultanze sono: un tasso di crescita medio utilizzato dalle imprese è del 2%; solo nel 10% dei casi il tasso di crescita supera il 3%, ciò è stato riscontrato soprattutto nei settori dove le imprese operano sfruttando brevetti o concessioni, quindi settori meno competitivi e incerti; nel 6% dei casi le imprese impongono un tasso di crescita pari a zero (ciò accade soprattutto nel settore Automotive e Utilities); nella maggioranza dei casi le imprese utilizzano un tasso di crescita unico per tutte le CGU; anche se una percentuale di poco superiore al 36% delle imprese preferisce utilizzare tassi di crescita diversi per ogni CGU; il tasso di crescita è correlato all'area geografica in cui l'impresa o la CGU opera, ciò fa emergere una differenza importante tra i tassi di crescita dei paesi in via di sviluppo e quelli dei paesi sviluppati, anche se è stato verificato che i tassi di crescita in tutti i casi sono in linea con le stime effettuate dall'OCSE. Per il tasso di crescita emerge un livello informativo leggermente maggiore (principalmente nei settori altamente regolamentati), mentre nella restante parte dei casi le imprese si limitano solo a riportare il valore numerico del tasso, senza riportare informazioni in merito alle ipotesi e le fonti utilizzate in sede di calcolo.

Oltre ad una analisi in generale, durante l'elaborato ci si è concentrati sullo studio delle scelte che compiono le imprese in alcuni settori cercando di evidenziare le particolarità emerse in taluni settori. Nel settore Real Estate è stato evidenziato come le imprese nella quasi totalità dei casi (una percentuale di poco superiore all'80%) effettuano la stima del valore recuperabile facendo riferimento al fair value calcolato basandosi sul mercato immobiliare, e non facendo riferimento ad accordi vincolanti come suggerisce lo IASB. Ciò rappresenta una particolarità rispetto alle scelte che compiono la restante parte delle imprese del campione (ricordiamo che quasi l'80% delle imprese stima il valore recuperabile utilizzando il value in use). Tuttavia, il livello informativo in merito alla stima dei valori è in linea con quanto riscontrato per le altre imprese, dove

solo in una piccola parte delle imprese di tale campione fornisce un livello sufficiente di informazioni.

Particolarità importanti sono state riscontrate nei settori soggetti a concessione e brevetti. In tali casi in primis il tasso di crescita è molto più alto rispetto alla media generale (ciò è dovuto alla minore incertezza del settore), anche se in questo caso le imprese rispettano la direttiva dello IASB e forniscono un livello adeguato di informazioni. Tuttavia, in tali settori sono stati riscontrati anche dei casi in cui il tasso di crescita è negativo (è il caso in cui il diritto di sfruttamento del brevetto o della concessione sta scadendo), e in tali casi le imprese giustificano in maniera sufficiente il perché della scelta. Particolare è anche la scelta di utilizzare un “n” esplicito che coincide con la durata del brevetto o della concessione, e soprattutto di non procedere in alcuni casi al calcolo del terminal value. In altri casi, è stato riscontrato che il terminal value non viene calcolato nel metodo tradizionale fornito dal DCF, ma attraverso l’utilizzo dei multipli (un determinato valore del multiplo per il valore di EBIT o EBITDA stimato).

Particolare è anche il fatto che in determinati settori (settore energetico e concessioni), il tasso di attualizzazione e il tasso di crescita non è stimato dalle imprese ma viene stimato da Autorità specifiche del settore. In questo caso il livello di informazioni è molto dettagliato ed esaustivo.

Alla luce dell’analisi effettuata emerge come solo una percentuale di poco superiore ad un terzo delle imprese effettua una adeguata informativa delle ipotesi. Nella restante parte dei casi il livello di informazione è superficiale, la qualità della disclosure è bassa e se a ciò si aggiunge una analisi di sensibilità bassa si rischia di ridurre in maniera importante la qualità del test. Infatti, una accurata analisi di sensibilità e una adeguata disclosure migliorerebbe la funzione informativa che ha il test in quanto permetterebbe di analizzare come cambia il valore recuperabile al variare delle ipotesi fatte in sede di valutazione, permettendo di capire la differenza che sussiste tra valore recuperabile e il valore di bilancio, riuscendo così a valutare la probabilità o no di riuscire a recuperare il valore nel caso in cui le variabili dovessero cambiare. Tuttavia, è stato osservato che nelle imprese che registrano delle perdite il livello di informazioni tende ad aumentare, diventando più preciso e raggiungendo un livello di disclosure. Però, nella maggior parte dei casi le imprese si limitano solo a rilevare la perdita, senza specificare i motivi e i fattori che hanno portato alla perdita. Tutto ciò rivela un livello di informazione generale superficiale, che mina la qualità del test. Le

informazioni sono necessarie, in quanto permetterebbero di capire le scelte che compiono le imprese e se i valore siano o meno effettivamente recuperabili. In aggiunta, il test è pervaso da ampie aree di discrezionalità a favore del valutare, e la presenza di queste aree richiede che il valutare effettui un adeguata disclosure al fine di mostrare le scelte e le ipotesi fatte in sede di valutazione e soprattutto dimostrare che le scelte fatte siano reali e non siano chimeriche e prive di significato. Tuttavia, si evidenziano ancora ampie zone in cui le informazioni sono insufficienti come: le ipotesi utilizzate per calcolare il tasso di attualizzazione e il tasso di crescita, le stime per il calcolo dei flussi di cassa, le ipotesi utilizzate nel calcolo del terminal value e le fonti da cui vengono attinte le informazioni. Il veicolare un adeguato livello di informazioni permetterebbe di ridurre l'asimmetria informativa tra il mercato e l'azienda e restituirebbe maggiore significato e validità all'impairment test effettuato. L'utilizzo di informazioni provenienti da fonti esterne non riduce o elimina l'obbligo informativo, anzi per certi versi lo aumenta, in quanto le informazioni e stime provenienti dall'esterno potrebbero non cogliere le peculiarità specifiche di rischio dell'azienda o della CGU di cui si effettua la valutazione, e quindi si potrebbe sfruttare tale spazio di discrezionalità come un vantaggio.

In tale elaborato non si vuole accusare con tono inquisitorio che le imprese omettano o celino sistematicamente le informazioni, ma si vuole sottolineare come le informazioni sono importanti in quanto permetterebbero di ridurre l'asimmetria informativa tra le aziende e il mercato, migliorando la capacità di formulare giudizi che gli operatori esterni (tra cui anche gli investitori) hanno sull'azienda. Tuttavia, come riscontrato con frequenza durante l'elaborato il livello di informazioni è spesso superficiale e poco esaustivo, limitandosi in alcuni casi a informazioni di carattere semplicemente numerico. L'aumento del livello dell'informazione può portare a miglioramenti e vantaggi ad entrambe le parti (fiducia, riduzione costo del capitale, aumento della liquidità, ecc.). Quindi un adeguato livello informativo deve essere percepito dalle imprese come un vantaggio e non come un obbligo (questo per le imprese in salute!), e soprattutto le imprese devono entrare nell'ottica che un adeguato livello informativo non deve essere percepito come un fattore distintivo, ma come un onere a cui sono chiamate a rispondere al fine di ridurre l'asimmetria informativa tra le stesse e il mercato e la discrezionalità in sede di valutazione.